

INVESTERINGSRÅDGIVNING TIL IKKE-PROFESJONELLE KUNDER

Verdipapirforetakets plikter i en rådgivningssituasjon

Kandidatnummer: 750

Leveringsfrist: 25.04.2013

Antall ord: 17 904



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Presentasjon av tema og problemstilling	1
1.2	Avgrensning.....	3
1.3	Rettskildebildet og metodevalg	5
1.3.1	Lov, forarbeider og forskrifter.....	5
1.3.2	EU-lovgivningen – MiFID	6
1.3.3	Praksis.....	7
2	AVTALE OM INVESTERINGSRÅDGIVNING	8
2.1	Hva er investeringsrådgivning?	8
2.1.1	Innledning.....	8
2.1.2	”Personlig anbefaling”	9
2.1.3	”Transaksjoner”	10
2.1.4	”Bestemte finansielle instrumenter”	11
2.2	Er det inngått en rådgivningsavtale?.....	12
2.3	Er det av betydning hvem som har tatt initiativet?	15
2.4	Hva kan utledes av rådgivningsoppdraget?	16
2.4.1	... der det ikke foreligger skriftlig avtale	16
2.4.2	... der skriftlig avtale foreligger	16
3	HVILKE KRAV STILLES TIL INVESTERINGSRÅDGIVNINGEN?.....	17
3.1	Innledning	17
3.2	Forutsetning: Kundeklassifisering	18
3.2.1	Plikt til å kategorisere kundene	18
3.2.2	Nærmere om ikke-profesjonelle kunder	19
3.3	Det overordnede kravet til god forretningsskikk	20
3.3.1	En rettslig standard	20

3.3.2	Ivaretagelse av kundens interesser	22
3.3.3	Ivaretagelse av markedets integritet	27
3.4	Egnethetstest: Forberedelse og behovsavklaring	28
3.4.1	Når skal det foretas en egnethetstest?	28
3.4.2	Hvordan skal egnethetstesten gjennomføres?	29
3.4.3	Hvilke opplysninger skal ligge til grunn for testen?	30
3.4.4	Hvilke finansielle instrumenter kan tilbys?	32
3.4.5	Stilles det krav til produktet?	34
3.5	Informasjons- og opplysningsplikten i vphl. § 10-11	37
3.5.1	Innledning	37
3.5.2	Bakgrunnen for opplysningsplikten	38
3.5.3	Hvilke opplysninger har kunden krav på å få?	39
3.5.4	Kan man stille krav til de gitte opplysninger?	50
3.5.5	Tid til områelse: Når må informasjonen gis?	55
3.6	Stilles det krav til kunden?	57
4	SÆRSPØRSMÅL	59
4.1	Har investor angrerett?	59
4.2	Plikter verdipapirforetaket å gi råd?	60
4.3	Foreligger det en frarådningsplikt for verdipapirforetaket?	62
5	AVSLUTTENDE BEMERKNINGER	65
6	LITTERATURLISTE	68
6.1	Lovgivning	68
6.2	Direktiver og folkerettslige avtaler	69
6.3	Forarbeider	69
6.4	Forskrifter og rundskriv	70
6.5	Rettspraksis og nemndspraksis	71
6.6	Forvaltningspraksis og publikasjoner	72
6.7	Bøker, artikler m.m.	73

6.8	Bransjenormer.....	76
6.9	Nettsider og nettdokumenter.....	76
6.10	Foredrag.....	78
6.11	Personlig meddelelse	78

1 INNLEDNING

1.1 Presentasjon av tema og problemstilling

Temaet for denne avhandlingen er verdipapirforetakets plikter ved investeringsrådgivning ovenfor ikke-profesjonelle kunder.¹

Norge har i dag om lag 160 verdipapirforetak og filialer av utenlandske verdipapirforetak (NUF) med konsesjon til å yte investeringsrådgivning.² Investeringsrådgivning har gjennom de siste tiårene utviklet seg til å få en sentral rolle i deres virksomhet. Foretakene har til sammen en omfattende kundegruppe bestående av ikke-profesjonelle investorer som anvender deres tjenester, og et stort sortiment av finansielle instrumenter og produkter som formidles.

Stigende kursverdi var lenge den generelle tendensen på verdipapirmarkedet, og sammen med økonomisk vekst i det norske samfunn har det ført til at flere og flere, både i næringslivet og privatpersoner, har fått økte midler til å foreta investeringer. Ofte dreier transaksjonene seg om store beløp, og det løper som regel en ikke ubetydelig risiko for investorene. For den gjennomsnittlige forbruker på massemarkedet kan tapsbringende investeringer få alvorlige økonomiske konsekvenser.

Undersøkelser, særlig etter finanskrisens utbrudd³, har vist at kvaliteten på investeringsrådgivningen i mange tilfeller har vært mangelfull, kanskje særlig ovenfor ikke-profesjonelle investorer.⁴ I etterkant har det vist seg at penger er blitt tapt i stor grad på grunn av investeringsrådgiveres dårlige rettledning om plassering og forvaltning. På denne bakgrunn er det derfor blitt stilt både nye og strengere krav til hvordan den

¹ Definisjon av "ikke-profesjonelle kunder", se pkt. 3.2.

² jf. Finanstilsynets konsesjonsregister pr. 10. januar 2013, www.finanstilsynet.no.

³ Det siktes her til finanskrisen 2007-2008.

⁴ Forbrukerrådet (2012).

profesjonelle aktøren, verdipapirforetaket, skal opptre. Verdipapirhandelloven⁵ ("vphl.") § 10-11 pålegger blant annet verdipapirforetakene å følge "god forretningsskikk" ved investeringsrådgivning. Denne bestemmelsen vil være sentral i avhandlingen.

Foretaket vil, som den profesjonelle part, ha stor påvirkningsmulighet ovenfor kunden. Kunden på sin side vil ofte være avhengig av at investeringsrådgiveren yter ham en personlig anbefaling og ivaretar hans interesser. Det er i regelverket gitt bestemmelser som er ment å verne om investors interesser, og dette vil i det følgende ses nærmere på.

En undersøkelse fra 2007, like før ikrafttredelse av den nye vphl, viste at det var sprikende oppfatninger av hva som lå i kravet til god forretningsskikk blant meglere i verdipapirforetak.⁶ Flere foretak har i de senere årene blitt fratatt konsesjonen eller valgt å gi den opp på grunn av regelbrudd eller frykt for sådan i forbindelse med investeringsrådgivning.⁷ Det kan tyde på at foretakene har hatt vanskeligheter med å tilpasse seg det nye detaljerte regelverket.

Oppgaven vil se nærmere på hvilke krav som stilles til verdipapirforetaket i en rådgivningssituasjon ovenfor ikke-profesjonelle kunder, for at rådgivningen skal anses i overensstemmelse med "god forretningsskikk".

Temaet er særlig dagsaktuelt da det nylig har versert flere saker i rettssystemet hvor kunder har krevd investeringsavtalen ugyldig som følge av mangelfull rådgivning. Særlig Bankklagenemnda (nå Finansklagenemnda) har de senere årene fått inn stadig flere saker. Flere av sakene ble stilt i bero i påvente av den såkalte Røeggen-dommen som ble avsagt i

⁵ Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.

⁶ Axelsen (2007) s. 227 og pkt. 7.2 flg.

⁷ Terra Markets AS og Acta Asset Management AS er blant foretakene som mistet sine konsesjoner i 2012, jf. Finanstilsynet (2012)a og b. Så langt i 2013 har Aktiv Link Kapitalforvaltning ASA mistet sin tillatelse, jf. Finanstilsynet (2013).

Høyesterett 22. mars 2013⁸, som var forventet å få prinsipiell betydning for flere tusen sparekunder.

1.2 Avgrensning

Innledningsvis må det påpekes at begrepet ”finansiell rådgivning” er et videre begrep enn ”investeringsrådgivning”, til tross for at de ofte blir brukt om hverandre. Det er sistnevnte som vil bli behandlet. Finansiell rådgivning omfatter alle anbefalinger tilknyttet kundens økonomiske disposisjoner, herunder blant annet sparing, forsikring, pensjon, låneavtaler, aksjer og andre finansielle instrumenter m.v. Investeringsrådgivning er en viktig del av finansiell rådgivning, men omfatter kun kjøp og salg av bestemte finansielle instrumenter.⁹ En nærmere definisjon av investeringsrådgivning gis i pkt. 2.1.

Foretak som ønsker å yte investeringsrådgivning på forretningsmessig basis må i dag søke om tillatelse til dette fra Finanstilsynet, jf. vphl. § 9-1 første ledd, jf. § 2-1 første ledd nr. 5.¹⁰ Yter foretaket en eller flere investeringstjenester ”på forretningsmessig basis” defineres det som et verdipapirforetak, jf. § 2-3 første ledd. Ikke bare ”private” foretak plikter å innhente tillatelse; Kredittinstitusjoner (banker og andre institusjoner som yter lån m.m.) som tilbyr investeringsrådgivning er også omfattet av bestemmelsene om konsesjonsplikt, jf. § 9-8. Kredittinstitusjoner med tillatelse til å yte investeringsrådgivning omtales i denne avhandlingen under samlebetegnelsen ”verdipapirforetak” (eller forkortelsen ”foretak”). Det skilles altså ikke mellom kredittinstitusjoner og andre foretak med myndighetenes tillatelse til å yte investeringsrådgivning.¹¹

⁸ HR-2013-642-S (Røeggen).

⁹ Hveem (2008) s. 145.

¹⁰ Bestemmelsene gjennomfører MiFID hhv. art. 5(1) og art. 7 nr. 1 (2).

¹¹ Fra 1. januar 2013 kreves også konsesjon for investeringstjenester tilknyttet selskapsandeler (KS, ANS, IS) når tjenesten ytes ikke-profesjonelle kunder, jf. Finanstilsynet (2012)c.

Foretakenes konsesjonsplikt medfører at de må innrette seg etter gjeldende regelverk på området, herunder reglene om investorbeskyttelse i vphl. §§ 10-10 til 10-15. Å pålegge verdipapirforetakene å søke offentlige myndigheter om tillatelse til å tilby investeringsrådgivning kan bidra til å styrke beskyttelsen av investor, samt heve tilliten til markedet og bransjen generelt. Det vil imidlertid ikke gås nærmere inn på kravet for konsesjon.

Heller ikke andre krav til verdipapirforetakets organisering vil bli gjennomgått. Visse sider av kravet til håndtering av interessekonflikt vil imidlertid gjennomgås i pkt. 3.3.2, da det er en nær forbindelse mellom dette kravet og kravet til god forretningsskikk.

Dersom verdipapirforetaket ikke yter investeringsrådgivning i samsvar med de krav som stilles til dem, kan de pålegges både offentligrettslig og privatrettslige sanksjoner. Loven er av offentligrettslig art, og vil i utgangspunktet kun regulere forholdet mellom offentlig myndighet og foretaket. Brudd på vphl. § 10-11 kan blant annet straffes med bøter, fengsel eller andre administrative sanksjoner, jf. hhv. vphl. §§ 17-3 annet ledd, 17-2 og 15-7. Privatrettslige sanksjoner vil som regel være erstatning etter det ulovfestede profesjonsansvaret eller tilsidesettelse av avtalen etter avtaleloven¹² § 36. Hvilke sanksjoner verdipapirforetaket kan pålegges vil imidlertid ikke bli behandlet nærmere.

Verdipapirforskriften¹³ § 10-1 pålegger verdipapirforetakene å kategorisere sine kunder som henholdsvis ikke-profesjonelle kunder, profesjonelle kunder eller kvalifiserte motparter. Kundemassen avgrenses her ved at det kun er investeringsrådgivning til ikke-profesjonell kunder som vil bli behandlet. Hva som ligger i betegnelsen ”ikke-profesjonell” vil gjennomgås nedenfor. Rådgivning til profesjonelle aktører og såkalte kvalifiserte motparter vil ikke bli vurdert, selv om mange av problemstillingene også er aktuelle for denne gruppen.

¹² Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer av 31. mai 1918 nr. 4.

¹³ Forskrift til verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 876.

Det er et utstrakt regelverk på området. Omfattende lov- og forskriftsbestemmelser har blant annet detaljerte krav til den informasjonen som skal gis kunden. En komplett gjengivelse av disse vil ikke være juridisk interessant i denne sammenheng, så som mottakelse av informasjon om foretakets navn, adresse, kommunikasjonsmetoder, rapporter som skal mottas m.v.¹⁴ Det vil i stedet fokuseres på kvaliteten og egenskaper ved den rådgivningen som gis.

1.3 Rettskildebildet og metodevalg

Det skal i det følgende ses på rettskildesituasjonen ved fastleggelse av verdipapirforetakets plikter ved investeringsrådgivning.

1.3.1 Lov, forarbeider og forskrifter

De sentrale rettsgrunnlag for fastsettelsen av kravet til god forretningsskikk vil være verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften (heretter ”vpf.”), begge av 2007. Disse gjennomfører EU-direktivet MiFID og Gjennomføringsdirektivet i norsk rett, som jeg vil gi en nærmere redegjørelse for under punkt 1.3.2.

Denne avhandlingens mest sentrale bestemmelse, vphl. § 10-11 om god forretningsskikk, ble i stor grad videreført fra den eldre lovens § 9-2.¹⁵ Praksis fra den tidligere lovgivningen er dermed også til en viss grad relevant. Med innføringen av MiFID ble imidlertid investorbeskyttelsen styrket, og dagens saker kan tenkes å få et annet utfall enn de ville gjort etter den tidligere vphl.

¹⁴ Se bl.a. verdipapirforskriften kap. 10 del III.

¹⁵ Vphl. av 2007 erstatter lov av 19. juni 1997 nr. 79.

Det er gjennom forskrift gitt flere viktige regler som ikke allerede følger av lov. Grunnen til dette er at det er ansett som lite hensiktsmessig at det gis lovgivning på et så detaljert regelverk. I tillegg kommer det at det vil være lettere å foreta endringer av forskrift enn regler inntatt i lov.¹⁶

NOU 2006:3 ”Om markeder for finansielle instrumenter” og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) ”Om lov om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder” (heretter ”Ot.prp. nr. 34”) er lovens viktigste forarbeider. Disse vil være utfyllende der det ikke klart fremgår av lovteksten hvordan regelen er å forstå.

1.3.2 EU-lovgivningen – MiFID

MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)¹⁷ søker å skape et reelt indre marked for finansielle tjenester og å fremme investorbeskyttelse.¹⁸ Norge er gjennom EØS-avtalen¹⁹ artikkel 7 forpliktet til å innføre direktivet. Direktivet består av en rekke hovedregler og prinsipper om verdipapirforetakenes investeringstjenester som medlemslandene blir bundet av, men gir ingen utfyllende bestemmelser om hvordan disse skal tolkes og forstås. Det er i Gjennomføringsdirektivet (direktiv 2006/73/EF) gitt mer utfyllende regler, blant annet om hvordan kravet til god forretningsskikk skal forstås.

Gjennomføringsdirektivet art. 4 gir på sitt område uttrykk for et fullharmonisert regelverk. I dette ligger at MiFID skal gjennomføres i norsk rett i sin helhet. Nasjonale myndigheter har dermed i utgangspunktet ikke adgang til å innfortolke strengere eller mildere regler enn det direktivet legger opp til.²⁰

¹⁶ Engh (2009) s. 35.

¹⁷ Direktiv 2004/39/EF.

¹⁸ Jf. fortalen til MiFID avsnitt 2 og 31.

¹⁹ Inntatt i EØS-loven av 27. november 1992 nr. 109.

²⁰ Ot.prp. nr. 34 s. 31 og Tyrhaug og Mydske (2008) s. 160-161.

Ved tolkningen av norske regler med EØS-rettslig bakgrunn, vil EØS-regelverket være et viktig tolkningsmoment. Er det ikke holdepunkter for annet, vil det ulovfestede presumsjonsprinsippet legges til grunn; norsk rett presumeres å være i overensstemmelse med Norges folkerettslige forpliktelser.²¹ Det betyr at dersom det skulle foreligge motstrid mellom norsk lov og MiFIDs regler, vil norske regler tolkes innskrenkende for å samsvare med MiFID. Overordnet følger det også av EF-traktaten art. 249 at medlemslandene plikter å tilpasse nasjonal lovgivning til direktivenes innhold.

1.3.3 Praksis

Det foreligger etter hvert et rikelig materiell i form av rettspraksis og særlig nemndspraksis om ytelse av rådgivningstjenester. Det har i de senere årene blitt rettet stor oppmerksomhet mot de produkter som blir formidlet og solgt av verdipapirforetak.

Foruten de ordinære domstolene, er blant annet praksis fra Finansklagenemnda en relevant rettskilde. Nemnda har etter ikrafttredelsen av den nye vphl. kommet med uttalelser om blant annet sammensatte spareprodukter.²² Nemnda er et klageorgan for ikke-profesjonelle aktører innenfor bank, finans og verdipapirer. Finansklagenemnda behandler blant annet tvister der forbrukere hevder å ha et krav mot et finansforetak. Finansklagenemndas uttalelser er imidlertid kun rådgivende.²³ Den rettskildemessige verdien av uttalelsene er dermed begrenset. Likevel vil uttalelsene kunne bidra til å belyse visse sider av hva som kreves av en investeringsrådgiver.

Bransjepraksis, eksempelvis fra Norges Fondsmeglerforbund, vil også være relevant i vurderingen av grensene for verdipapirforetakets plikter og kravet til god forretningsskikk. Dette er normer utarbeidet av bransjen selv, uavhengig av rettssystemet. Således er de ikke

²¹ Knut Bergo (2008) s. 17.

²² Se f.eks. BKN 2009-001(Røeggen-saken). Flere saker om sammensatte spareprodukter ble stilt i bero hos nemnda i påvente av endelig resultat i Røeggen-saken.

²³ Se "Avtale om finansklagenemnda", www.finkn.no.

bindende for domstolen, all den tid domstolen finner bransjepraksisen utilfredsstillende. Normene kan imidlertid tjene som retningslinjer.²⁴

Relevante kilder fra Finanstilsynet vil i første rekke være rundskriv og andre skriftlige uttalelser om forståelsen av regelverket. Finanstilsynet er et selvstendig styringsorgan som fører tilsyn med foretak og det finansielle markedet.²⁵ Ikke sjeldent tillegges tilsynets uttalelser betydelig vekt.

Også eldre praksis fra før 2007-loven trådte i kraft, om tolkning av begrepet god forretningsskikk, vil som nevnt kunne ha betydning for tolkningen av dagens standard for investeringsrådgivning.

2 AVTALE OM INVESTERINGSRÅDGIVNING

2.1 Hva er investeringsrådgivning?

2.1.1 Innledning

Innledningsvis vil her innholdet i investeringsrådgivningstjenesten bli redegjort for, med utgangspunkt i definisjonen av investeringsrådgivning i vphl. § 2-4 første ledd. Bestemmelsen er av vesentlig interesse for å klargjøre rådgivningstjenestens innhold; en forutsetning for videre drøftelser.

Vphl. § 2-1 første ledd nr. 5 inkluderer investeringsrådgivning i samlebetegnelsen ”investeringstjenester” og henviser til legaldefinisjonen av investeringsrådgivning i § 2-4 første ledd. ”Investeringsrådgivning” defineres der som en ”personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter”.

²⁴ Lødrup (2005) s. 115-116

²⁵ Jf. finanstilsynsloven av 1956 §§ 2 flg.

Vphl. § 2-4 oppstiller tre kumulative vilkår for å anse en tjeneste som investeringsrådgivning. For det første må det være en ”personlig anbefaling til en kunde”. For det andre må det dreie seg om ”en eller flere transaksjoner”. For det tredje må anbefalingen dreie seg om ”bestemte finansielle instrumenter”.

Til sist må rådgivningen skje ”på kundens eller verdipapirforetakets initiativ”. Dette er ikke å anse som et vilkår, kun en presisering. Det er ikke avgjørende hvem av partene som har tatt initiativ til kontakt. Det kan være både på kundens og på verdipapirforetakets initiativ, og vil i begge tilfelle være å anse som investeringsrådgivning.²⁶

2.1.2 ”Personlig anbefaling”

Med vilkåret ”personlig anbefaling” avgrenser bestemmelsen mot generelle råd om investeringer rettet til flere personer.²⁷ En naturlig språklig forståelse av ”personlig” tilsier at investeringsrådgiver må ha tatt stilling til og vurdert den aktuelle kundens konkrete situasjon, for at det skal anses som et personlig råd.

Definisjonen av ”investeringsrådgivning” er i samsvar med MiFID art. 4 nr. 1 (4) og Gjennomføringsdirektivet art. 52.²⁸ Gjennomføringsdirektivet art. 52 uttaler følgende om at anbefalingen skal være personlig:

« The recommendation must be presented as suitable for that person, or must be based on a consideration of the circumstances of that person, and must constitute a recommendation to take one of the following set of steps... »

²⁶ Ot.prp. nr. 34 s. 51 og 420.

²⁷ Ot.prp. nr. 34 s. 420.

²⁸ Ot.prp. nr. 34 s. 420.

Sverre Tyrhaug og Tore Mydske påpeker i sin artikkel *Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn* at vurderingskriteriet i MiFID ”based on a consideration of the circumstances of that person”, altså basert på investors forhold, ikke følger uttrykkelig av vphl., men må innfortolkes gjennom lovens uttrykk ”personlig”.²⁹ Å henvise til foretakets anbefalinger og komme med generelle betraktninger omkring et investeringsprodukt uten å gå inn på den enkelte kundes personlige forhold, vil trolig ikke anses som investeringsrådgivning i lovens forstand.³⁰

Videre presiserer Gjennomføringsdirektivet art. 52 tredje ledd at det ikke vil anses som en ”personlig” anbefaling dersom den gis via distribusjonskanaler eller til offentligheten, eksempelvis gjennom aviser, internett, brosjyrer o.l. Det samme gjelder for ren markedsføring av finansielle instrumenter.³¹

Dag Jørgen Hveem angir i sin artikkel *Finansiell rådgivning og god skikk* at det at flere kunder får den samme anbefalingen ikke vil stride med vilkåret om ”personlig anbefaling” og at anbefalingen således ”ikke [trenger] å være unik”.³² At for eksempel et ektepar får den samme individuelle rådgivningen synes ganske naturlig all den tid de har felles økonomi, eller er i samme økonomiske situasjon. Men også investorer som ikke har noen tilknytning til hverandre kan få den samme anbefalingen.

2.1.3 ”Transaksjoner”

Det må dreie seg om ”en eller flere transaksjoner”. Det kan dreie seg om flere ulike finansielle instrumenter, så lenge hver enkelt transaksjon er særskilt spesifisert.³³

²⁹ Tyrhaug og Mydske (2008) s. 164.

³⁰ Michaelsen (2008) note 29.

³¹ jf. også fortalen til Gjennomføringsdirektivet pkt. 79 og NOU 2006:3 s. 27 flg.

³² Hveem (2008) s. 146.

³³ jf. CESR (2009) pkt. 37 (i dag ESMA – European Securities and Markets Authority).

”Transaksjoner” er et vidt begrep, og omfatter både kjøp og salg, samt andre rettslige disposisjoner. Råd om å beholde et allerede ervervet finansielt instrument kan etter ordlyden alene ikke tolkes omfattet, men vil likevel inngå i definisjonen ”investeringsrådgivning”. At investeringsrådgivning også innbefatter råd om å beholde finansielle instrumenter er presisert i Gjennomføringsdirektivet art. 52.

2.1.4 ”Bestemte finansielle instrumenter”

Med vilkåret ”*bestemte finansielle instrumenter*” (min utheving) avgrenses det mot generelle råd om ulike former for finansielle instrumenter. Å gi et generelt tips om hvilket marked eller hvilke verdipapirer man bør investere i, er således utenfor lovens definisjon av investeringsrådgivning. Ordlyden tilsier at det dreier seg om råd i tilknytning til spesifikke finansielle instrumenter, for eksempel en konkret aksje. Er det ikke det, vil rådgivningen heller ikke gå inn under definisjonen ”investeringsrådgivning” i vphl. og MiFID.³⁴

Hva som menes med ”*finansielle instrumenter*” er definert i egen lovbestemmelse, jf. vphl. § 2-2. Finansielle instrumenter er en samlebetegnelse på omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater, jf. § 2-2 første ledd nr. 1 til 4. Annet til femte ledd definerer uttrykkene nærmere.

Typisk for finansielle instrumenter er at de kan gi en direkteavkastning i form av utbetaling av aksjeutbytte eller ved renter fra rentebærende instrumenter. I tillegg vil kursendringer (endring i prisen) på et finansielt instrument medføre gevinst eller tap som først blir realisert når det finansielle instrumentet selges eller kommer til forfall.³⁵

Dette kan for eksempel være aksjer, obligasjoner og andre låneinstrumenter, andeler i fond, innskuddsbevis, derivater osv.³⁶ Særlig derivater er blitt mer og mer vanlig på det norske

³⁴ Ot.prp. nr. 34 s. 51 og 420.

³⁵ ”Finansielle instrumenter”, www.fno.no.

³⁶ Knut Bergo (2008) s. 22 flg.

markedet, men fremstår fremdeles som et ukjent felt for mange. Derivater er finansielle instrumenter som er avledet fra underliggende verdipapirer, typisk aksjer. Opsjoner, en rett til å kjøpe eller selge noe til en fastsatt pris på et gitt tidspunkt, er et eksempel på et derivat.³⁷

Fra 1. mars 2008 ble det gjennom endring i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter av 25. september 2006 klarlagt at også sammensatte produkter inngikk i definisjonen ”finansielle instrumenter”.³⁸ Sammensatte produkter kan betegnes som et investeringsprodukt satt sammen av to eller flere ulike finansielle instrumenter.³⁹

Definisjonen av finansielle instrumenter er i overensstemmelse med MiFID sin angivelse av hvilke finansielle instrumenter det kreves konsesjon for å tilby.⁴⁰ At det gis personlig anbefaling om mer enn ett finansielt instrument vil naturligvis ikke være til hindre for at det fremdeles er snakk om ”bestemte finansielle instrumenter”.⁴¹

2.2 Er det inngått en rådgivningsavtale?

For at verdipapirforetaket skal kunne forutsettes å ha noen plikter må det normalt eksistere et rådgivningsoppdrag mellom partene.⁴² Problemstillingen i det følgende er når partene kan sies å ha inngått en rådgivningsavtale. Problemstillingen er relevant, da foretaket i et eventuelt søksmål kan tenkes å gjemme seg bak at partene ikke har inngått en avtale, og at de dermed ikke kan pålegges noe ansvar for pliktbrudd.

³⁷ ”Derivater”, www.fno.no.

³⁸ Rundskriv 4/2008.

³⁹ For nærmere definisjon av sammensatte produkter, se forskrift om opplysningsplikt av 25. september 2006 nr. 1317 § 2-2 bokstav a.

⁴⁰ Michaelsen (2008) note 18.

⁴¹ Jf. CESR (2009) pkt. 37-38.

⁴² Engh (2009) s. 39.

Vphl. § 10-11 syvende ledd pålegger foretaket å ha kunderegister ”som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene”. Loven forutsetter med andre ord at det foreligger et avtaleforhold. Den er imidlertid taus med hensyn til når avtale kan sies å foreligge, og om det i det hele tatt kreves at avtalen er skriftlig eller på annet vis manifestert. Kravet om kunderegister synes ikke ut i fra en ren ordlydstolkning å omfatte krav om at avtalen om rådgivning er skriftlig eller eksplisitt uttrykt.

At det ikke klart fremgår av bestemmelsen at skriftlig avtale skal foreligge mellom partene taler i retning av at dette ikke er nødvendig. At det skal foreligge skriftlig dokumentasjon i tilknytning til rådgivningen er ikke det samme som at skriftlig avtale må foreligge, og lovens uklarhet må tilsi at et slikt krav ikke foreligger. Tilsvarende er lagt til grunn i rettspraksis, som ikke har operert med krav om skriftlige avtaler i forbindelse med finansrådgivning.⁴³

At MiFID-reglementet legger opp til mer omfattende skriftlighets- og dokumentasjonskrav i forbindelse med rådgivning kan heller ikke tillegges vekt, all den tid direktivet ikke eksplisitt har pålagt krav om skriftlig rådgivningsavtale.

Det kan dermed legges til grunn at rådgivningsavtale kan foreligge mellom partene, selv om dette ikke kommer til uttrykk gjennom kontrakt eller lignende. Dette samsvarer med alminnelige avtalerettslige prinsipper om konkludent adferd og partenes forventninger. Utgangspunktet i norsk rett er at muntlige avtaler er like bindende som skriftlige avtaler,⁴⁴ dersom ikke annet fremgår av lov eller forutgående avtale mellom partene.

Det betyr at et rådgivningsoppdrag *kan* oppstå allerede fra og med en potensiell kunde blir oppringt eller på annen måte kontaktet av en investeringsrådgiver. På samme måte kan

⁴³ Se bl.a. Rt. 2000 s. 679 (Ideal Eiendom) hvor banken hevder at det ikke var inngått noen rådgivningsavtale. Se også LE-2006-59053 hvor det ble anført at samarbeidsavtale ikke var en rådgivningsavtale ifm. oppføring av sykehjem og omsorgsboliger.

⁴⁴ Jf. NL 5-1-1 (1687).

oppdrag også foreligge ved at en allerede etablert kunde av et verdipapirforetak blir henvist til en kunderådgiver etter kundens forespørsel.

Et interessant spørsmål er om det kan sies å foreligge et rådgivningsoppdrag allerede ved foretakets markedsføring eller generelle rådgivning i media. Spørsmålet er betimelig, da foretaket indirekte henvender seg til potensielle kunder. Foretakets investeringsråd i media vil kunne være utslagsgivende for den potensielle kundes investeringsbeslutning.

Spørsmålet ble tatt opp i en eldre avgjørelse fra Etisk Råd; sak nr. 1/1996. Om generell rådgivning i media uttalte rådet:

« Erfaringer tilsier [...] at de tips eller råd som gis i pressen og andre medier kan sprike og at investorer derfor må foreta egne vurderinger på basis av en samlet vurdering av råd og tips kombinert med egne ønsker og målsettinger. »

Rådet oppstiller her en streng aktsomhetsplikt for investor. Uttalelsen gir uttrykk for at investor ikke skal kunne investere på bakgrunn av tips i media, for så å kunne stille foretaket til ansvar dersom investeringen slår feil. Samme må antas å gjelde i dag.

I etterkant av Rådets avgjørelse har forarbeid dessuten fastslått at markedsføring av finansielle instrumenter ikke vil være noen ”personlig anbefaling” slik definisjonen av investeringsrådgivning i § 2-4 krever, da markedsføring retter seg mot flere potensielle kunder på en gang og ikke tar utgangspunkt i investors konkrete forhold.⁴⁵ Rådgivningsoppdrag kan dermed ikke sies å foreligge allerede ved markedsføringen.

Alt i alt må spørsmålet om det foreligger en rådgivningsavtale bero på en konkret helhetsvurdering.

⁴⁵ NOU 2006:3 s. 27

2.3 Er det av betydning hvem som har tatt initiativet?

Hvem som har tatt initiativet til rådgivningsoppdraget, investor eller foretaket, kan tenkes å være av betydning for hvilke krav som stilles til rådgivningen.

Vphl. er taus med hensyn til om initiativ skal tillegges vekt i en ansvarsvurdering. Ifølge loven skal det tas individuelle hensyn med tanke på investors erfaring og profesjonalitet, men at ansvarsvurderingen også skal bero på hvem som tok initiativet til investeringen kan det ikke utledes av dette. I definisjonen av investeringsrådgivning i § 2-4 er det videre presisert at rådgivningen skal skje på ”kundens eller verdipapirforetakets initiativ”, hvilket kan tale i retning av at det heller ikke er avgjørende for pliktvrderingen hvem som tok initiativ.

Rettspraksis synes imidlertid å vektlegge initiativ som et selvstendig moment i vurderingen av investeringsrådgivers plikter. Senest i Røeggen-dommen fra 2013 vektla Høyesterett initiativ i vurderingen av bankens informasjonsplikt, hvor det ble uttalt at:

*« A var en ikke-profesjonell investor. Det var banken som tok kontakt med ham og foreslo investering i produktene. Bankens informasjonsplikt må da – også i 2000 – bedømmes strengt. »*⁴⁶

Også reelle hensyn taler for at det skal mer til for at foretaket blir holdt ansvarlig, der det er kunden selv som har kontaktet foretaket med formål om å investere, enn motsatt. Dette kan begrunnes med at kunden på forhånd har hatt anledning til å ta stilling til de spørsmål en investering gjerne fordrer, slik som hvor meget han ønsker å investere, hvilken risiko han ønsker å løpe, hvilket markedet han vil satse på osv.

⁴⁶ Røeggen, premiss 125.

Å vektlegge initiativ som et moment for ansvar vil dermed presumptivt samsvare med loven.

2.4 Hva kan utledes av rådgivningsoppdraget?

2.4.1 ... der det ikke foreligger skriftlig avtale

Problemet med at det ikke er utarbeidet skriftlige avtaler om hva rådgivningsoppdraget består i, er at det kan tenkes vanskelig å klargjøre nærmere hva partenes plikter og rettigheter er.

Der avtalen i seg selv gir liten veiledning, må alminnelige avtalerettslige prinsipper legges til grunn. Det må blant annet vektlegges omstendigheter forut for avtaleslutning og hvem av partene som hadde best forutsetninger og grunnlag for å få forholdene klarlagt. I en rådgivningssituasjon vil dette normalt være foretaket, som er den profesjonelle parten.⁴⁷

2.4.2 ... der skriftlig avtale foreligger

Der det foreligger en klar kontrakt mellom partene kan det på den annen side spørres hvilken betydning denne skal ha. Utgangspunktet er at avtalen legges til grunn mellom partene der gyldig avtale foreligger.⁴⁸

Det kan argumenteres for at kontrakten likevel ikke bør tillegges så stor vekt. Det kan tenkes vanskelig for den gjennomsnittlige kunde å ta fornuftig stilling til hvordan kravene til den tjenesten som skal ytes best skal formuleres. Rådgiveren har en betydelig maktposisjon ved utforming av kontrakten, og dette i seg selv kan tale for at kontrakten bør ses bort i fra i en eventuell ansvarsvurdering.

⁴⁷ Engh (2009) s. 43

⁴⁸ Hagstrøm (2011) s. 42-43.

I prinsippet kan det fritt avtales strengere krav til investeringsrådgiveren enn det som følger av loven og ulovfestet rett. På den annen side må det antas at det neppe vil godtas av domstolene dersom det er inngått avtale med vidtgående ansvarsbegrensninger eller – fraskrivelser. Å avtale at rådgiver for eksempel skal begrense sine undersøkelser til en viss tidsbruk er imidlertid noe annet, og vil antagelig stå seg.⁴⁹

Ansvarsfraskrivelsene må tolkes i henhold til alminnelige kontraktrettslige prinsipper. I en del tilfeller vil slike reservasjoner stride mot preseptorisk lovgivning.⁵⁰

3 HVLKE KRAV STILLES TIL INVESTERINGSRÅDGIVNINGEN?

3.1 Innledning

Det er nå gitt en kort oversikt over hva investeringsrådgivning er, herunder drøftelse av når en rådgivningsavtale kan sies å foreligge og dets betydning.

Jeg vil i dette kapitlet se nærmere på hvilke plikter verdipapirforetaket og den enkelte investeringsrådgiver må følge i en rådgivningssituasjon med en ikke-profesjonell aktør. Avhandlingen søker å ta for seg en rådgivningssituasjon i kronologisk rekkefølge; fra kontakt opprettes mellom kunde og verdipapirforetaket til investering er skjedd.

En investeringsrådgiver plikter i en rådgivningssituasjon å oppfylle en rekke krav. I tillegg til de privatrettslige pliktene som eventuelt kan utledes av avtalen, må investeringsrådgiver oppfylle flere offentligrettslige krav. Overordnet plikter investeringsrådgiver i sin virksomhet å oppfylle kravet til ”god forretningsskikk” i § 10-11.⁵¹

⁴⁹ Engh (2009) s. 43-44.

⁵⁰ Hagstrøm (2011) s. 642 flg.

⁵¹ Engh (2009) s. 51.

3.2 Forutsetning: Kundeklassifisering

3.2.1 Plikt til å kategorisere kundene

En første forutsetning for å kunne fastlegge omfanget av investeringsrådgivers plikter er å kategorisere kundene og potensielle kunder etter erfaring og kunnskap. Ettersom denne avhandlingen fokuserer på investeringsrådgivning ovenfor ikke-profesjonelle kunder, er det av betydning å fastsette hva som menes med en ”ikke-profesjonell” kunde.

Verdipapirforetakene plikter å klassifisere kunder og potensielle kunder (heretter ”kunden”) etter profesjonalitet og erfaring. Kravet følger av vpf. § 10-1. Klassifiseringen skal skje etter lovens standard, ikke etter foretakets subjektive vurdering. Kunden skal kategoriseres som henholdsvis ikke-profesjonell, profesjonell eller kvalifisert motpart. Oppdelingen angir omfanget av den investorbeskyttelse kunden har krav på, hvorpå ikke-profesjonelle åpenbart har krav på høyest beskyttelse.⁵² En forbruker vil blant annet kreve både mer informasjon, men også en annen type informasjon enn det en erfaren og profesjonell investor behøver. Regelverket fritar derfor foretaket for en rekke plikter der kunden er profesjonell.⁵³

Noen definisjon av ikke-profesjonell er ikke gitt i vpf. Derimot er profesjonelle kunder definert i vpf. § 10-2. Profesjonelle kunder regnes innenfor visse områder å inneha tilstrekkelig kunnskap og erfaring til selv å kunne ivareta egne interesser, ved at de selv kan vurdere hvilken informasjon som er nødvendig for å treffe en investeringsbeslutning. Dette er typisk verdipapirforetak, forsikringsselskaper, kredittinstitusjoner og visse offentlige organer.⁵⁴ Hva en ikke-profesjonell kunde er, er dermed negativt avgrenset. Inngår man ikke i definisjonen av profesjonelle kunder (eller kvalifiserte motparter⁵⁵) blir man i utgangspunktet automatisk klassifisert som ikke-profesjonell.

⁵² Ot.prp. nr. 34 s. 98.

⁵³ Nærmere angitt i vpf. § 10-7.

⁵⁴ Hveem (2008) s. 165.

⁵⁵ ”Kvalifiserte motparter”, se vphl. § 10-14 (2).

Kundeklassifisering kan ikke i seg selv ha æren for økt investorbeskyttelsen. Den gjør det imidlertid lettere å vurdere hvilke krav på beskyttelse investoren har, og vil dessuten ha direkte relevans der tvist oppstår. Dette skyldes at det nå er tydeligere å forutsi investorens rettsstilling når investorene er inndelt i bestemte kategorier.

3.2.2 Nærmere om ikke-profesjonelle kunder

Både fysiske og juridiske personer kan bli ansett som ikke-profesjonelle investorer. Inndelingen skjer på bakgrunn av kundenes virksomhet, erfaringer og fagkunnskaper. En slik inndeling samsvarer ikke nødvendigvis med den mer alminnelige inndelingen i forbruker og næringsvirksomhet. En fysisk person vil som utgangspunkt alltid bli klassifisert som ikke-profesjonell, mens det for juridiske personer (eksempelvis en kommune) kan være vanskeligere å fastslå hvor hører hjemme.⁵⁶ Begrepet forbruker er altså en snevrere betegnelse enn en ikke-profesjonell kunde.

Når det gjelder den nærmere ansvarsvurderingen vil det for verdipapirforetakene være av særlig betydning å fastsette klare grenser for hva en "ikke-profesjonell" kunde er. Som ikke-profesjonell regnes både unge, uerfarne studenter, men også eldre og mer erfarne hobbyinvestorer. Selv om loven legger opp til at begge disse kundene vil klassifiseres som ikke-profesjonelle, vil foretaket måtte foreta en skjønnsmessig vurdering av omfanget av hvilken rådgivning som må ytes den enkelte. Gjennom rettspraksis blir grensene for og omfanget av rådgivningsplikten for den enkelte kundekategori forsøkt trukket opp. Vurderingen er en helhetsvurdering, men kundens kunnskap og erfaring tillegges stor vekt.

En investor kan selv be om å bli "oppgradert" fra ikke-profesjonell til profesjonell, dersom han oppfyller kravene til blant annet kapital og erfaring, jf. vpf. § 10-4. Investor mener for

⁵⁶ Finanstilsynet (2010) pkt. 3.1 tar opp spørsmålet om kommuner er å anse som profesjonelle kunder. Også Truyen (2007) s. 562 tar opp spørsmålet om klassifisering av kommuner i forbindelse med den såkalte Terra-saken.

eksempel at han har mindre behov for veiledning og informasjon enn det loven legger opp til. Å ikke lenger være klassifisert som ikke-profesjonell svekker imidlertid kundens investorbeskyttelse.

3.3 Det overordnede kravet til god forretningsskikk

3.3.1 En rettslig standard

Kravet til god forretningsskikk er sentralt ved fastleggelsen av hva som kan kreves av en investeringsrådgiver. Vphl. § 10-11 første ledd fastslår at verdipapirforetaket skal ”utøve sin virksomhet i samsvar med *god forretningsskikk*” (min utheving). Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 19 og Gjennomføringsdirektivet art. 26-45.⁵⁷

Bestemmelsen gir uttrykk for en rettslig standard som er videre utdypet i annet ledd flg. samt i vpf. kapittel 10.⁵⁸ Det nærmere innhold er også utdypet gjennom rettspraksis, nemndspraksis og uttalelser fra myndighetene. Rettslige standarder er lovregler som henviser til en målestokk utenfor loven til bruk i rettsanvendelsen, og som det forutsettes at rettsanvender er kjent med.⁵⁹ Hva som ligger i uttrykket vil kunne variere over tid og i tråd med moral-, markeds- og samfunnsutviklingen. Til tross for et utfyllende regelverk, er det i forarbeidene angitt at reglene ikke er en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden ”god forretningsskikk”.⁶⁰

Begrepet ”god forretningsskikk” gir i seg selv liten veiledning. Etter en naturlig språklig forståelse av ordlyden bør verdipapirforetakets praksis samsvare med den praksis som ellers gjelder i bransjen, som igjen kan betegnes som ”god”. Mer kan neppe tolkes ut av ordlyden alene.

⁵⁷ Ot. prp. nr. 34 s. 436.

⁵⁸ Ot. prp. nr. 34 s. 436.

⁵⁹ Knoph (1939) s. 2.

⁶⁰ Ot. prp. nr. 34 s. 104

På denne bakgrunn antas det at en bestemt praksis kan betraktes som gjeldende uttrykk for god forretningsskikk når denne ”af en bredere kreds opfattes og efterleves som rigtige”, slik uttrykt i dansk erstatningsrettslig litteratur.⁶¹ Her er særlig kutyme og sedvane innenfor finansiell rådgivning relevant.

Da bestemmelsen bygger på et fullharmonisert direktiv⁶², er det visse grenser for hvilke plikter som kan innfortolkes i kravet til ”god forretningsskikk”. Nasjonale myndigheter har begrenset adgang til å håndheve strengere regler enn det direktivet legger opp til.⁶³

Ordlyden i MiFID art. 19 første ledd sier at verdipapirforetaket skal handle ”honestly, fairly and professionally”. Heller ikke av denne ordlyden kan det utledes mye. Den norske oversettelsen ”god forretningsskikk” må antas å dekke innholdet i MiFID art. 19. Begrunnelsen for den norske terminologien må ses i sammenheng med at begrepet ”god forretningsskikk” fra før 2007 var godt innarbeidet i norsk rett.⁶⁴

Hvilke krav som kan stilles til et verdipapirforetak ble vurdert i dommen inntatt i Rt. 2000 s. 679 (Ideal Eiendom). Dommen bygger på vphl. av 1997, men har fremdeles relevans. Her ble Den norske Bank (DnB) kjent erstatningsansvarlige for uaktsom finansiell rådgivning. Om de krav som må kunne stilles til en rådgivers kompetanse uttalte førstvoterende:

*« Generelt antar jeg at når det inngås avtale om finansiell rådgivning mellom en bank og en bankkunde, må kunden som alminnelig regel kunne kreve **høyt kvalifiserte og høyt spesialisert rådgivning**. Ut fra dette fremstår det for meg som*

⁶¹ Gomard (2002), s. 17.

⁶² Jf. ovenfor i pkt. 1.3.2.

⁶³ Tyrhaug og Mydske (2008) s. 160.

⁶⁴ Ot. prp. nr. 34 s. 104.

*lite tvilsomt at Nordby hadde en **berettiget forventning** om å motta oppdaterte og faglige baserte råd. »⁶⁵ (mine uthevninger)*

Høyesterett fastslår her som et rettslig utgangspunkt at kunden vil kunne ha berettigede forventninger om en høyt kvalifisert og spesialisert rådgivning i møte med sin investeringsrådgiver.

Når det er sagt, må det påpekes at investeringsrådgiver ikke garanterer for resultatet og ikke blir erstatningsansvarlig hvis den anbefalte investeringen går tapt eller taper seg i verdi - så lenge rådgiveren har ytet en faglig god innsats. Investeringsrådgivningen blir derfor omtalt som en *innsats-* eller *omsorgsforpliktelse*, i motsetning til en resultatforpliktelse.⁶⁶ Investeringsrådgivning innebærer imidlertid et såkalt profesjonsansvar, og det skal mye til for verdipapirforetaket kan fritas for sine forpliktelser.⁶⁷

3.3.2 Ivaretagelse av kundens interesser

Å stille krav til verdipapirforetakets opptreden som profesjonell part, vil som utgangspunkt gagne den ikke-profesjonelle kunden. Å beskytte investor var et sentralt siktemål ved utformingen av MiFID, da man så en økning i antall aktive aktører på finansmarkedet og at verdipapirforetakene så ut til å tilby markedet stadig mer komplekse produkter.⁶⁸ Dette er også målet i vphl. § 10-11.⁶⁹

Verdipapirforetak plikter å ivareta ”kundens interesser” best mulig, jf. § 10-11 første ledd annet punktum. Hva som er kundens beste vil variere, og må vurderes konkret i det enkelte tilfelle. Tilbyr foretaket en tjeneste som ikke er i kundens interesse, er adferden fort i strid med god forretningsskikk.

⁶⁵ Rt. 2000 s. 679 på s. 688.

⁶⁶ Korling (2010) s. 244 og Hagstrøm (2011) s. 126 flg.

⁶⁷ Jf. Rt. 2003 s. 400 (Fearnley Fonds).

⁶⁸ Se fortalen til MiFID avsnitt 2 og 31.

⁶⁹ Ot.prp. nr. 34 pkt. 2.2 s. 17.

Forpliktelsen til å ivareta kundens interesser er en generell rettesnor for foretakets virksomhet. At kundens interesser er i fokus i en rådgivningssituasjon burde være en selvfølge, da hensikten med rådgivning nettopp er at kunden har henvendt seg til foretaket for å få et bedre beslutningsgrunnlag.

Den omstendighet at foretaket og kunden har motstridende interesser er imidlertid særpreget for investeringsrådgivning og således også omtalt i egen lovbestemmelse, vphl. § 10-10. Dette underkapittelet vil derfor både ta for seg den situasjon som § 10-10 søker å regulere, nemlig der interessekonflikt foreligger, samt § 10-11 sitt krav om ivaretagelse av kundens interesser på ”beste måte”.

Håndtering av interessekonflikter

I forbindelse med investeringsrådgivning kan det oppstå motstrid mellom et verdipapirforetak og kunden sine interesser, eller mellom to eller flere kunders interesser.

Det har blant annet lenge vært debattert i media hvorvidt rådgiverrollen må forstås som en rådgiver eller som en selger av et produkt. Å opptre både som rådgiver og selger for et investeringsprodukt kan raskt føre til uheldige interessekonflikter, eksempelvis der rådgiver anbefaler plasseringer som medfører høye omkostninger for kunden og dertil høy inntjening for foretaket.

Problemet er ofte at investeringsrådgivning er mer eller mindre gratis for kundene, slik at foretakets inntjening avhenger av at kunden foretar en investering, og at han investerer i de – i foretakets øyne – riktige finansielle instrumenter. Hva som er riktig investering kan tenkes å ikke være sammenfallende for både kunde og foretak.⁷⁰ Nettopp fordi foretaket

⁷⁰ NOU 2011:1 pkt. 14.2.3.

synes å ha et incentiv i å anbefale visse produkter fremfor andre, er det lovregulert at foretaket plikter å opplyse om denne interessekonflikten.

Verdipapirforetaket plikter etter vphl. § 10-10 første ledd å treffe ”alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom”. Plikter ved håndtering av interessekonflikter kan anses som en del av kravet til god forretningsskikk. Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 18.⁷¹

Bestemmelsen må ses i sammenheng med vphl. § 9-11 første ledd nr. 2. Verdipapirforetaket skal organiseres slik at ”risikoen for interessekonflikter [...] begrenses til et minimum”. Ifølge § 10-10 annet ledd første punktum skal foretaket, dersom tiltakene etter § 9-11 første ledd nr. 2 ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte, opplyse om mulig interessekonflikt. Interessekonflikter vil alltid tenkes å oppstå i et avtaleforhold mellom to parter, og loven krever ikke at all tenkelig interessekonflikt totalt elimineres.⁷² Er interessekonflikt identifisert, plikter foretaket å opplyse om denne *før* forretning gjennomføres for kundens regning.⁷³

Det skal opplyses om ”mulige interessekonflikter” (min utheving). Med ”mulige” må forstås potensielle, tenkelige konflikter - konflikter som ligger fremover i tid, og som ennå ikke har inntrådt.

Det følger av *Etiske Normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund* § 3-2, en bransjestandard utarbeidet av forbundet i 2007, at det skal opplyses om interessekonflikt dersom foretaket ”har en særlig interesse ut over den alminnelige inntjening”, altså om det foreligger noen form for vinning for foretaket.⁷⁴ Som regel vil det dreie seg om økonomisk

⁷¹ Ot.prp. nr. 34 s. 99.

⁷² Michaelsen (2008) note 206.

⁷³ Hymer (2008) s. 188.

⁷⁴ Se også Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere (AFR) sine ti bud til ”God rådgivningsskikk”.

fortjeneste, men også ikke-økonomiske fordeler vil kunne tenkes, eksempelvis økt goodwill ved en investors bestemte transaksjoner.

Opplysningene som gis må være såpass klare og konkret formulert at det tydelig fremstår for kunden at mulig interessekonflikt foreligger. En generell formulering eller et standardisert utformet brev om mulig interessekonflikt vil neppe godtas. Hvor konkret foretaket må gå til verks i å opplyse om sine egeninteresser er imidlertid usikkert. Det vil i siste rekke bero på en konkret, skjønnsmessig vurdering i det enkelte tilfelle.

I år 2000 uttalte Finanstilsynet seg i en rapport om opplysningsplikten om interessekonflikter for verdipapirforetak. I den såkalte Atlantic-saken hadde Atlantic Securities ASA etter Finanstilsynets mening drevet alminnelig egenhandel i ”Dolphin-aksjer”, og samtidig anbefalt sine kunder å investere i de samme aksjene. Atlantic hevdet å ha opplyst om mulig interessekonflikt gjennom følgende formulering til sine kunder:

*« Fra tid til annen kan Atlantic (...) ha posisjoner i selskaper eller verdipapirer som er omtalt i denne rapporten. »*⁷⁵

Finanstilsynet mente formuleringen var for ”generell i sin natur” til at opplysningsplikten om foretakets egeninteresse var oppfylt. Med denne uttalelsen som grunnlag må det kunne fastslås at generelle opplysninger om mulige posisjoner ikke er dekkende der det faktisk foreligger en slik posisjon. Hadde selskapet derimot opplyst kundene om at de hadde en aksjepost i Dolphin og eventuelt også størrelsen på denne, ville plikten etter alt å dømme vært oppfylt.

⁷⁵ Kredittilsynet (2000).

Ivaretagelse av kundens interesser ”på beste måte” – Hva menes?

Kundens interesser skal etter § 10-11 første ledd ivaretas ”på beste måte”. Selv om det er ansett som et overordnet prinsipp, har Finanstilsynet gått langt i å ta bestemmelsen på ordet og stilt strenge krav til verdipapirforetakene. I Finanstilsynets (den gang Kredittilsynets) brev til Glitnir i 2008 uttaler tilsynet følgende:

*« [K]undens interesse i å oppnå en så god investering som mulig, skal gå foran verdipapirforetakets egen interesse i høyest mulig fortjeneste. Et produkt som gir bedre inntjening for foretaket kan for eksempel ikke anbefales dersom kunden kan oppnå bedre betingelser ved kjøp av et annet sammenlignbart produkt. »*⁷⁶

Å pålegge foretakene å finne frem til de beste produktene på markedet kan fremstå som strengt og til en viss grad også urealistisk. Det synes som om Finansdepartementet i brev til Totalvekst ASA i 2009 modifiserer dette noe når de, i forbindelse med vedtak om tilbakekall av Totalveksts konsesjon, skriver at dette blir å ”trekke foretakets undersøkelses- og rådgivningsplikt for langt” og at de ikke kan se at det er mulig å avlede en slik ”absolutt plikt” ut fra kravet til god forretningsskikk eller intensjonene i MiFID.⁷⁷

Det er akseptert juss at ytelsen ikke behøver å være perfekt, men i tråd med alminnelig, god bransjestandard. Det kan neppe kreves at verdipapirforetaket tilbyr det aller beste produktet på markedet, men derimot kan det i det minste kreves at det som anbefales er fullt forsvarlig. Dette kan utledes av Rt. 2003 s. 400 (Fearnley Fonds) hvor det i forbindelse med opplysningsplikten er uttalt følgende i premiss 38:

« Det generelle rettslige utgangspunkt [...] er at det gjelder et strengt profesjonsansvar, men at det likevel er rom for en viss kritikkverdig adferd før det blir tale om erstatningsbetingende uaktsomhet... » (min utheving).

⁷⁶ Kredittilsynet (2008) s. 3.

⁷⁷ Finansdepartementet (2009).

Uttalelsen uttrykker neppe at ansvaret lempes. Dommen gir derimot inntrykk av at det innenfor rammene av investeringsrådgivers aktsomhetsnorm kan være rom for visse feilvurderinger. Det er med andre ord et spørsmål om det nærmere innholdet av ansvarsnormen. Det kan spørres hvor stort spillerommet for kritikkverdig adferd er, og hvor grensen går før det anses erstatningsbetingende. Rettspraksis gir her liten veiledning.

3.3.3 Ivaretagelse av markedets integritet

Det følger videre av § 10-11 første ledd annet punktum at ”markedets integritet [skal] ivaretas på beste måte [...]”. MiFID art. 19 nevner ikke markedets integritet. Derimot følger det av MiFID art. 25 at verdipapirforetaket plikter å ”fremme markedets integritet”.⁷⁸

Henvisningen i den norske vphl. henger igjen fra den eldre lovgivningen, og hensynet til markedets integritet har liten selvstendig betydning for den enkelte kunde ved siden av reglene om god forretningsskikk.⁷⁹ Likevel er norske verdipapirforetak forpliktet til å yte investeringsrådgivning på en slik måte at tilliten til finansmarkedets tarv ivaretas.⁸⁰

Bestemmelsen har dog et viktig formål; Det følger av forarbeidene at markedet bare kan virke etter sin hensikt ”hvis deltakerne har tillit til måten det fungerer på”.⁸¹ Har ikke deltakerne tillit til markedet, vil man ikke kunne sikre en slik effektiv kapitalflyt som markedet søker å ivareta.

⁷⁸ Se også fortalen til MiFID avsnitt 5.

⁷⁹ Ekeland (2009) s. 193-194.

⁸⁰ Knut Bergo (2008) s. 156.

⁸¹ Ot.prp. nr. 34 s. 11.

3.4 Egnethetstest: Forberedelse og behovsavklaring

3.4.1 Når skal det foretas en egnethetstest?

For å kunne rådgi kunden om egnede plasseringer av vedkommendes midler, må investeringsrådgiveren først skaffe seg tilstrekkelig kunnskap om kundens mål, situasjon og behov.

Vphl. § 10-11 fjerde ledd pålegger verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning å ”innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle stilling og investeringsmål.” Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 19 nr. 4.⁸²

Informasjonen skal gi foretaket et tilstrekkelig grunnlag for å anbefale de produkter ”som *egner seg* for vedkommende”, (min utheving) jf. fjerde ledd annet punktum. Dette er den såkalte egnethetstesten. At informasjonen skal danne grunnlag for investeringsanbefalingen tilsier naturligvis at egnethetstesten må utføres *forut for* anbefalingen. Tilsvarende kan utledes av ordlyden i vpf. § 10-16.

Kravet om egnethetstesting styrker bestemmelsens formål om investorbeskyttelse og må ses i forlengelse av plikten til å ivareta kundens interesser.⁸³ Egnethetstesting er bare pålagt investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Begrunnelsen er at disse to tjenestene i større grad enn andre finansielle tjenester etter sin art skal være mer spesialtilpasset den enkelte kunden.⁸⁴ Dette tilsier at kunden, ved å velge å investere på bakgrunn av investeringsrådgivning, også har forventninger om en viss beskyttelse. For øvrige investeringstjenester skal det foretas en forenklet hensiktsmessighetstest, jf. vphl. § 10-11 femte ledd.

⁸² Ot.prp. nr. 34 s. 437.

⁸³ Ot.prp. nr. 34 s. 105 og 437.

⁸⁴ Knut Bergo (2008) s. 160.

På denne bakgrunn må foretaket innhente informasjon om kundens finansielle situasjon og investeringsmål, for på denne måten å ivareta den enkelte kundens egenart. Verdipapirforetaket må dermed både ha opplysninger om kunden, men også kunnskap om de finansielle instrumenter de selger. Informasjonen og rådgivningen som ytes må tilpasses kundens erfarings- og kunnskapsmessige nivå.⁸⁵

3.4.2 Hvordan skal egnethetstesten gjennomføres?

Verdipapirforetaket plikter å kartlegge hver enkelt kunde foran hver enkelt transaksjon. I praksis setter foretaket opp en såkalt ”kundeplan”, en plan som har til hensikt å dokumentere at kunden er egnet til å foreta investeringer. Her skal kundens individuelle forhold fremgå.⁸⁶

Å pålegge foretaket å foreta en egnethetstest foran hver enkelt transaksjon kan imidlertid tenkes meget tids- og ressurskrevende, og kan til syvende og sist gå ut over kunden. Det er derfor til en viss grad godtatt at foretakene foretar en slags ”forhåndsgodkjennelse” av hvilke produkter som kan anses egnet for kunden.⁸⁷

Finanstilsynet har imidlertid avdekket at foretakene har hatt en tendens til å generalisere og objektivisere kundene, fremfor å foreta en individualisering slik loven krever.⁸⁸ Det har langt på vei blitt ansett tilstrekkelig å dele kundene inn i objektive kriterier, slik som økonomisk stilling, alder, erfaring etc. En slik standardisering kan tenkes å føre til at en pensjonist med solid økonomi i form av et nedbetalt huslån eller andre formuesgoder, blir ansett egnet til å foreta en plassering i risikable aksjefond, til tross for at kunden selv har uttrykt motvilje mot å ta slike risikoer. Dette vil stride mot kravene til egnethetstesten.

⁸⁵ Ot.prp. nr. 34 s. 105.

⁸⁶ Ole Morten Eriksen (2013)

⁸⁷ Hymer (2008) s. 203.

⁸⁸ Jf. bl.a. Dagens Næringsliv (2009).

Utgangspunktet er dermed fremdeles at foretaket må foreta en egnethetstest for hver transaksjon. Der kundens interesser blir tilstrekkelig ivaretatt må det imidlertid antas å fremdeles være rom for en viss forenkling.

Vpf. § 10-16 presiserer nærmere hva som ligger i egnethetstesten og vil, dersom bestemmelsen blir fulgt, eliminere denne typer problemer.

3.4.3 Hvilke opplysninger skal ligge til grunn for testen?

Problemstillingen i det følgende er hvilke opplysninger som må innhentes for å foreta en tilfredsstillende egnethetstest. Kapittelet er ment å gi en oversikt, ikke som en uttømmende angivelse.

Det følger av vphl. § 10-11 fjerde ledd første punktum at verdipapirforetaket skal innhente ”nødvendige opplysninger om kundens *kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, kundens finansielle situasjon og investeringsmål*” (min utheving). Kravet til opplysningene til bruk for egnethetstesten er nærmere regulert i vpf. §§ 10-16 og 10-18. Det er gjennom Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten ESMA⁸⁹ poengtert at informasjonen må være pålitelig, og at man ikke nødvendigvis kan legge kundens vurderinger til grunn. Hovedregelen er likevel at foretaket kan legge til grunn den informasjon som kunden selv oppgir, jf. vpf. § 10-18 tredje ledd.

Hvilke opplysninger om de ovenfor nevnte forhold som er ”nødvendige” beror på en konkret vurdering. Et komplekst produkt vil for eksempel kunne kreve mer omfattende innhenting av opplysninger om kunden.⁹⁰

⁸⁹ European Securities and Markets Authority – ESMA 2012/387.

⁹⁰ Finanstilsynets rundskriv 4/2008 pkt. 2.3 fremhever at sammensatte produkter er å anse som komplekse instrumenter.

Vpf. § 10-16 annet ledd spesifiserer blant annet at det skal innhentes informasjon om kundens ”inntektsforhold, aktiva, herunder likvide aktiva, investering og fast eiendom samt kundens normale finansielle forpliktelser.” Uten kunnskap om kundens økonomi vil det være vanskelig for foretaket å vurdere hva som egner seg for kunden. En kunde med sikker inntekt og formue har som regel større mulighet for å påta seg risiko enn for eksempel nyetablerte med stor gjeld og beskjeden inntekt.

Vpf. § 10-18 gir nærmere regler om hvilke opplysninger om kundens kunnskap og erfaring som må innhentes. Opplysningene skal sette foretaket i stand til å vurdere om kunden har forutsetninger for å forstå investeringens risiko og kompleksitet. En kunde med bred erfaring har angivelig større forutsetning for å forstå hva investeringen innebærer, enn en som aldri tidligere har bedrevet investeringer.

Lovens ordlyden ”kunnskap om og erfaring *fra det aktuelle investeringsområdet*” (min utheving) tilsier at kunden ikke trenger å ha bred, generell investeringserfaring, men at vurderingen av kunnskap og erfaring må knyttes opp til det spesifikke området det er aktuelt å investere i, eksempelvis gass eller olje. Ordlyden kan også sikte til erfaringer med den aktuelle typen av finansielle instrumenter. Tolkningen støttes til dels av formålet med undersøkelsen, nemlig at foretaket skal være i stand til å komme med en anbefaling av ”finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende”, jf. fjerde ledd i.f.

Med ”*finansielle situasjon og investeringsmål*” siktes det blant annet til kundens ”investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting med investeringen”, jf. vpf. § 10-16 tredje ledd. Investeringsrådgiver plikter å aktivt forhøre seg med kunden om hans økonomiske situasjon, hvilken risiko han er villig til å ta, hvor meget han evner å bruke på investering osv. Kundens livssituasjon vil for eksempel tenkes relevant. En student, minstepensjonist eller lignende må antas å ha helt andre forutsetninger enn en med stabil, god inntekt.

Verdipapirforetaket pålegges en absolutt plikt til å fremskaffe de nevnte opplysninger, jf. ordlyden ”*skal* innhente” (min utheving). Får de ikke disse, kan de heller ikke yte investeringsrådgivning, jf. vpf. § 10-16 fjerde ledd. Som man kan se av denne gjennomgangen, stiller lovgivningen altså omfattende krav til den informasjonsinnhenting foretaket må innhente fra kunden før de kan komme med en investeringsanbefaling. Jeg vil nedenfor ta for meg verdipapirforetakets bruk og analyse av de innhentede opplysningene.

3.4.4 Hvilke finansielle instrumenter kan tilbys?

Etter å ha innhentet nødvendige opplysninger om kunden, skal investeringsrådgiveren være i stand til å anbefale en investering. Spørsmålet i det videre er *hva* foretaket kan anbefale kunden.

Verdipapirforetaket kan bare anbefale investeringer som er ”*egnet*” for kunden, jf. § 10-11 fjerde ledd siste punktum, på bakgrunn av de kunnskaper de har om kunden og verdipapirmarkedet generelt. Det vil ikke være tilstrekkelig å gi kunden informasjon om de enkelte finansielle instrumenter som foretaket har å tilby. Foretaket må også kunne innestå for at investeringsalternativet er egnet for vedkommende.⁹¹ I dette ligger en plikt for foretaket å ha tilstrekkelig kunnskap om de ulike produktenes egenskaper og kvalitet. Har ikke foretaket og dets rådgivere den nødvendige kunnskapen om de produkter de selger, kan det raskt utløse et brudd på god forretningsskikk. Hensynet til at kundens interesser skal ivaretas på beste måte taler sterkt for at investeringsrådgivers kunnskaper om produktet er omfattende.⁹²

Hva som er egnet beror på en konkret vurdering.⁹³ Det følger av forarbeidene at foretaket plikter å foreta en ”selvstendig vurdering av kunden, ut fra de opplysningene som

⁹¹ Tyrhaug og Mydske (2008) s. 168.

⁹² Hymer (2008) s. 206-207.

⁹³ Se eksempelvis FinKN-2011-155.

innhentes, i forhold til den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys.⁹⁴

En problemstilling i den sammenheng har vært om foretaket plikter å rådgi om det produkt som *aller best* egner seg for kunden, eller om det er tilstrekkelig at det ”egner seg”. Å pålegge foretaket å finne det aller beste produktet for kunden ville harmonert med regelverkets formål om økt investorbeskyttelse. Både vphl. og MiFID er tause om forholdet.

En slik plikt lar seg vanskelig oppstille, all den tid det rådgis om produkter som utvikler seg i takt med markedet og ikke lar seg fastslå en gang for alle om er *aller best* egnet for kunden. Et krav om det best egnede produktet lar seg dermed ikke oppstille allerede ut i fra en slik betraktning, og det må anses tilstrekkelig at produktet ”egner seg”.

Når det gjelder de mer komplekse produkter, så som sammensatte spareprodukter, vil egnethetsvurderingen på dette punktet ofte vise at en ikke-profesjonell kunde ikke har den nødvendige kunnskap og erfaring på feltet til å forstå produktet. Forstår ikke kunden produktet og/eller risikoen, vil transaksjonen heller ikke være egnet og kan således ikke tilbys.⁹⁵ I forbindelse med sammensatte produkter uttalte Finanstilsynet:

« Kredittilsynet legger til grunn at en ikke-profesjonell kunde normalt ikke vil ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved sammensatte produkter.»⁹⁶

Finanstilsynet gir her uttrykk for at foretaket på generell basis må legge til grunn at kunden ikke innehar tilstrekkelig kunnskap til å handle med sammensatte produkter. Knut Bergo på sin side har bemerket at ”å si at folk flest er for ’dumme’ til å forstå risikoen med det ikke

⁹⁴ Ot.prp. nr. 34 s. 105.

⁹⁵ Jf. vphl. § 10-11(4) og vpf. § 10-16(1).

⁹⁶ Rundskriv 4/2008 pkt. 2.2.

er holdbart”.⁹⁷ Til tross for at det har vært diskutert, kan Finanstilsynets uttalelse ikke forstås som et totalforbud mot salg av sammensatte produkter til ikke-profesjonelle.⁹⁸ Det må dog kunne utledes at det stilles svært strenge krav, som i de fleste tilfeller ikke vil være oppfylt hos den gjennomsnittlige kunde.

Det er viktig å huske på at investeringer som regel er risikofylt, og at det som utgangspunkt er kunden selv som må bære denne risikoen. Selv om investeringen ender i tap, er det ikke ensbetydende med at transaksjonen har vært uegnet. Investeringsrådgivers oppgave er å anbefale en investering som samsvarer med kundens økonomiske situasjon ellers.

3.4.5 Stilles det krav til produktet?

I lys av den siste tidens mediefokus på kvaliteten av de produkter som selges, kan det - som en forlengelse av punkt 3.4.4 om hva som kan tilbys - stilles spørsmål ved om det i det hele tatt foreligger noen minstekrav til de produkter som presenteres for investorene, eller om foretakene står fritt til å tilby hva som helst av produkter uavhengig av avkastningspotensial.

Vphl. § 10-11 gir ingen direkte anvisning på hvilke finansielle produkter som kan tilbys kunden. Bestemmelsen må først og fremst forstås som en handlenorm rettet mot foretakets opptreden ovenfor kunden og markedet generelt, ikke som et krav til produktet.⁹⁹

Det har likevel vært anført at det gjennom kravet til ”god forretningsskikk” kan hjemles et krav til produktene.¹⁰⁰ Gjennom blant annet § 10-11 fjerde ledd, som pålegger verdipapirforetaket å anbefale den tjeneste og det produkt som *egner seg* for kunden, kan det tenkes å kunne utledes et krav til produktet. Særlig der produktet er så dårlig at det ikke

⁹⁷ Knut Bergo (2008) s. 161.

⁹⁸ Senest uttalt av Høyesterett i Røeggen-saken, premiss 123.

⁹⁹ Ekeland (2009) s. 191.

¹⁰⁰ Ekeland s. 195.

er egnet for noen kunder, men fremstilt utelukkende for foretakets egen vinning, har det vært anført at formidling av produktet vil være ulovlig.¹⁰¹ At produktet ikke har vært egnet til avkastning for investor, har vært noe av kritikken ved salg av sammensatte produkter, især der investeringen har vært lånefinansiert.

Et produkt som ikke egner seg for noen er neppe salgbart, og hvis et verdipapirforetak likevel klarer å selge det, har det formodningene mot seg at det er blitt gitt tilstrekkelig informasjon om produktet. Hvorvidt man da kan si at det foreligger et krav til produktet eller et informasjonskrav, er kanskje ikke avgjørende – men domstolene vil nok være mer tilbøyelig til å slå ned på informasjonsmangler fremfor å forby salg av produktet.

Men er det slik at dersom foretaket klart opplyser kunden om at han ved å investere i det aktuelle produktet løper en ikke ubetydelig risiko, og at sannsynligheten for at det ender i tap er meget stor – må det da tillates?

I Røeggen-saken var blant annet produktet og dets egenskaper tema, selv om hovedtemaet var bankens rådgivningsprosess. Røeggen investerte i oktober 2000 en halv million kroner i lånefinansierte sammensatte spareprodukter utstedt av DnB NOR (i dag DNB). Produktet var satt sammen slik at Røeggen skulle få tilbake det investerte beløpet ved utløpet av en seksårsperiode. Denne ”garantien” omfattet imidlertid ikke omkostninger og renter på lånet som var tatt opp i forbindelse med investeringen. Tapsrisikoen lå dermed i at han måtte betalte renter og omkostninger dersom avkastningen ikke dekket disse utgiftene. Da bindingstiden i 2006 var over, hadde han tapt 230 000 kroner som følge av manglende avkastning, en omstendighet bankene hadde opplyst var svært lite sannsynlig. Med Forbrukerrådet i ryggen gikk Røeggen til sak for å få kjent avtalen ugyldig, med avtaleloven § 36 og verdipapirhandelloven av 1997 § 9-2 (begge om god forretningsskikk) som rettslig grunnlag, da han mente banken ikke gav nok informasjon om investeringen og produktet.

¹⁰¹ Ekeland s. 194.

Røeggens opprinnelige klage var begrunnet i at forventet avkastning på hans investering var negativ, og Høyesterett tar derfor opp spørsmålet om produktets lovlighet. Til støtte for sin påstand viste Røeggen til rapporter som var foretatt på produktene, som viste dette.¹⁰² Banken hadde på den tiden avtalen ble inngått ikke plikt til å informere om forventet avkastning. Rapporten viste imidlertid at det var en sannsynlighet for tap på 60 %, og Høyesterett uttalte at den omstendighet at beregninger viser at Røeggen mest sannsynlig ville tape, sier noe om produktet, dets risiko og den informasjon som ble gitt.¹⁰³

Høyesterett bemerket likevel at produktet, til tross for omfattende kritikk i media og fra myndighetene, fortsatt ”lovlig kan tilbys, gitt at informasjonen er god nok”. Retten konkluderer deretter med at det ikke er grunnlag for tilsidesettelse av avtalen etter avtl. § 36 alene ut fra dens innhold.¹⁰⁴

Deretter drøfter Høyesterett den informasjon som er gitt i lys av dagjeldende vphl. § 9-2, og kommer til at informasjonen var for dårlig og at Røeggen ikke ville foretatt den aktuelle investeringen om han hadde fått korrekt og tilstrekkelig informasjon. Røeggen fikk dermed medhold i sin klage, da ”grunnleggende forutsetninger for investeringen [...] sviktet”.¹⁰⁵ Informasjonen om investeringens risiko var her så nedbetont, slikt at produktet i seg selv fremsto som mindre spekulativt enn det i realiteten var.

Røeggen-dommen gir dermed ikke noe klart svar på om vphl. § 10-11 (eller den gamle § 9-2) innebærer et krav til produktet. Tausheten kan tolkes dit hen at vphl. først og fremst stiller krav til informasjonen som skal gis, ikke til produktet i seg selv.

¹⁰² Koekebakker og Zakamouline (2006) og Thore Johnsen, se dommens premiss 80.

¹⁰³ Røeggen, premiss 85.

¹⁰⁴ Røeggen, premiss 123.

¹⁰⁵ Røeggen, premiss 129.

Det må også bemerkes at Høyesterett året før, i 2012, avsa to dommer om salg av sammensatte produkter; Rt. 2012 s. 355 (Lognvik) og Rt. 2012 s. 1926 (Fokus Bank).¹⁰⁶ Høyesterett konkluderte også der med at strukturerte spareprodukter *i utgangspunktet* er en legitim avtaleform, og avsa dom i favør av bankene. Status er altså at bankene i to av tre nyere saker har vunnet til fordel for kunden.

Lognvik- og Røeggen-saken gjaldt for så vidt sammenlignbare produkter. Likevel endte Lognvik opp med å tape, mens Røeggen vant frem. Forskjellen på de to var imidlertid at man ikke fant mangler ved den informasjonen knyttet til produktet som Lognvik kjøpte i motsetning til i Røeggen. Dette viser vel at selv de mest kritiserte og omtalte produkter er lovlig å selge så lenge informasjonen er korrekt.

3.5 Informasjons- og opplysningsplikten i vphl. § 10-11

3.5.1 Innledning

Under forutsetning av at kunden har gjennomgått den såkalte ”egnethetstesten” pålegges verdipapirforetaket en plikt til å informere kunden. Inn under det overordnede kravet til god forretningsskikk følger plikten til å gi informasjon og opplysninger til kunden.

Informasjonsplikten griper inn i flere faser av rådgivningsavtalen. Plikten utløses allerede på markedsføringsstadiet, forut for avtaleinngåelse og det foreligger også en plikt til å rapportere til kunden etter utførelse av investeringsrådgivningen. Informasjon og opplysning er således en sentral del av rådgivers plikter, og vil av den grunn også her vies stor oppmerksomhet.

Plikten er regulert i vphl. § 10-11 annet og tredje ledd, og gjennomfører MiFID art. 19 annet og tredje ledd. Med lovendringen i 2007 kom det ytterligere detaljerte krav til

¹⁰⁶ Nærmere om Lognvik og Fokus Bank, se pkt. 5.3.3 om opplysningsplikt.

opplysningsplikten enn det som allerede fulgte av 1997-loven, og fokuset på informasjon og opplysninger til kunden har økt. Hensikten i det videre er å se nærmere på innholdet av denne plikten.

3.5.2 Bakgrunnen for opplysningsplikten

Informasjonen skal etter § 10-11 annet ledd ”i rimelig grad [sette kunden] i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys” slik at kunden selv er i stand til å foreta en ”*informert investeringsbeslutning*” (min utheving). Dette er formålet bak investeringsrådgivers opplysningsplikt.

En naturlig språklig forståelse av ordlyden gir ikke mer enn ordlyden selv sier: Kunden skal få opplysninger som setter ham i stand til å forstå hva investeringen går ut på og konsekvenser av en eventuell investering. Heller ikke forarbeidene gir noen nærmere beskrivelse av ordlyden i annet ledd, ut over at det bemerkes at formålet med bestemmelsen er at investorene skal kunne fatte beslutning på ”informert grunnlag”.¹⁰⁷

Finansklagenemnda har ved flere anledninger fremhevet at det er kundens eget ansvar å sette seg inn i det aktuelle finansielle instrument han ønsker å investere i. I BKN-2010-168 uttaler nemnda seg om opplysningspliktens forutsetning:

« Bankklagenemnda har i en rekke saker lagt til grunn at investor har et selvstendig ansvar for å sette seg inn i det produkt man velger å investere i. Det må videre forutsettes allment kjent at det generelt er en risiko forbundet med investering i finansielle instrumenter, og at man stort sett kun ved ren banksparing er sikret mot reduksjon av investert kapital. »

¹⁰⁷ NOU 2006:3 s. 80.

Hvis kunden skal ha risikoen for egne investeringer – slik utgangspunktet er - må beslutningsgrunnlaget være korrekt. Tilstrekkelig informasjon til kunden om forhold omkring investeringen vil derfor være avgjørende.

Problemet med investeringsrådgivning er ofte nettopp det at investoren er i et slags kunnskapsmessig underordningsforhold til investeringsrådgiveren. Rådgiveren har tilgang til den informasjon som investoren har behov for, men i mange tilfeller mangler. Dermed har investoren vanskelig for å foreta en adekvat vurdering av de råd han får, for eksempel om avkastning og risiko.

Et av de fremste verktøyene for å motvirke slik asymmetri i informasjonstilgangen har vært å innføre presise krav til hvordan informasjon skal tilpasses og gis investorene. Dagens lovgivning tar sikte på at investorene skal gis så mye informasjon som mulig for å foranledige en informert investeringsbeslutning.

At det er kunden selv som må fatte den endelige investeringsbeslutningen og bære risikoen for denne er altså bakgrunnen for den omfattende informasjons- og opplysningsplikten som påhviler investeringsrådgiveren.

3.5.3 Hvilke opplysninger har kunden krav på å få?

Vphl. § 10-11 annet ledd oppstiller en alminnelig informasjons- og opplysningsplikt for verdipapirforetaket. Foretaket skal gi kunden og potensielle kunder ”relevante opplysninger i en forståelig form”. Videre oppstiller bestemmelsen en rekke forhold som det skal opplyses om. Bestemmelsen er ikke uttømmende¹⁰⁸, og utdypes blant annet i vpf.

Annet ledd nr. 1-4 nevner forhold det skal opplyses om. Det skal blant annet opplyses om verdipapirforetaket og de tjenester det yter, finansielle instrumenter og foreslåtte

¹⁰⁸ Jf. ordlyden ”og ellers” i § 10-11(1)(2) og Ot.prp. nr. 34 s. 104.

investeringsstrategier (herunder risikoen ved disse), handelssystemer og markedsplasser foretaket benytter og om omkostninger og gebyrer. Jeg vil ikke gå inn på samtlige forhold eller de regler om informasjonsplikt som følger av vpf. § 10-12. Jeg vil imidlertid trekke frem et par spesifikke punkter som er særlig aktuelle eller interessante.

De opplysningene foretaket gir må i henhold til annet ledd første punktum være ”relevante”. En naturlig språklig forståelse tilsier at opplysningene må være av betydning for kundens investeringsplaner. Det synes rimelig klart at det ikke ville være tilstrekkelig for å oppfylle opplysningsplikten dersom foretaket overøser kunden med informasjon som for hans investerings vedkommende er irrelevant. Informasjonen må være tilpasset den enkelte kundes erfaringer og kunnskap, jf. også ordlyden ”forståelig form”. Det er antatt at det vil være tilstrekkelig å tilpasse informasjonen til den enkelte kundegruppe, ikke til hver enkeltkunde.¹⁰⁹ Ifølge MiFID art. 19 (3) siste punktum kan informasjonen til kundene gis i standardisert form. Tilsvarende er kommet til uttrykk i forarbeidene til vphl. § 10-11.¹¹⁰

Om det er blitt gitt ”relevante opplysninger” må bero på en konkret helhetsvurdering, tilsvarende som for den gamle lovens ordlyd ”nødvendige opplysninger”¹¹¹. I kommentarutgaven til den eldre vphl. ble følgende uttalt om ”nødvendige opplysninger”:

*« 'Nødvendige opplysninger' er i utgangspunktet ikke et strengt krav, og bransjepraksis er nok at det ikke gis omfattende informasjon. Det ligger likevel et klart innhold i opplysningsplikten, bl.a. i forhold til mer spekulative investeringer og investeringer i ikke børsnoterte finansielle instrumenter; her må foretaket forvisse seg om at kunden er kjent med den risiko som foreligger. »*¹¹²

¹⁰⁹ Uttalt av bl.a. Knut Hymer (2008) s. 200 og i NOU 2006:3 s. 80.

¹¹⁰ Ot.prp. nr. 34 s. 105.

¹¹¹ Jf. Hymer (2008) s. 196-197.

¹¹² Bechmann m.fl. (2002) s. 686.

Følgende må antas å fortsatt gjelde. Den nye loven er, sammenlignet med den gamle, mer detaljert på hvilke opplysninger som skal gis. Dette er imidlertid ikke i seg selv noe godt argument for at informasjonen av den grunn skal være mer omfattende. Hymer på sin side mener opplysningsplikten er blitt mer omfattende sett i lys at det økte kravet til investorbeskyttelse.¹¹³ Visse minstekrav bør uansett kunne stilles.

Opplysninger om risiko forbundet med investeringer

Blant de relevante opplysningene som må gis, er opplysninger om risiko ved investeringen. Dette følger i dag direkte av vphl. § 10-11 annet ledd nr. 2, og er videre utdypet i vpf. § 10-13. Domstolene legger gjerne stor vekt på investorens forståelse av risiko ved den enkelte investering. Fokuset er naturlig, ettersom lovnader om høy avkastning fort kan overskygge det faktum at kunden samtidig risikerer å miste alt.

Den opplysning som her kreves gitt er ikke en personlig risikovurdering tilpasset den enkelte kunde. Risikovurdering holdt opp mot den enkelte kunde følger imidlertid av foretakenes plikt til å foreta en såkalt egnethetstest, jf. ovenfor.¹¹⁴ Graden av informasjon som må gis avhenger blant annet av produktets kompleksitet og kundens erfaringer og kunnskap.¹¹⁵

I Rt. 2003 s. 400 (Fearnley Fonds) var det et sentralt spørsmål om megler hadde overholdt sin plikt til å opplyse om den risiko transaksjonen innebar. Her ble det uttalt at investeringen ikke burde vært foretatt

« ...uten at megleren hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar... »

¹¹³ Hymer (2008) s. 197.

¹¹⁴ Se pkt. 3.4.

¹¹⁵ Jf. vpf. § 10-13(1).

Kunden, Sunnfjordtunnelen AS, ble tilkjent erstatning for manglende informasjon om risiko. Retten oppstiller dermed en rimelig streng aktsomhetsnorm, ved å pålegge foretaket å ”forsikre seg om” at kunden forstod risikoen.

20. desember 2012 avsa Høyesterett dom mot Fokus Banks (nå Danske Bank) salg av strukturerte spareprodukter, inntatt i Rt. 2012 s. 1926. Dommen tar for seg en generell vurdering av terskelen for investeringsrådgivers ansvar for investeringsrådgivning.

Fokus Bank-saken fikk ulikt utfall i tingretten og lagmannsretten, men Høyesterett sitt endelige resultat frifant Fokus Bank for ansvar. Saken ble ansett prinsipiell, og ingen av partene ble tilkjent saksomkostninger.

Saken dreide seg om Fokus Bank var ansvarlig for de tap deres kunder led etter kjøp av et spareprodukt, ”Senior Bank Loans Linked Note” etter bankens anbefaling. Noten var utstedt av ING, en nederlandsk finansinstitusjon, og bestod av andeler i et fond som omsatte andeler i amerikanske syndikerte banklån. Fokus Bank hadde kjøpt noten direkte av ING for videresalg til egne kunder. I forbindelse med finanskrisen 2008 sank verdien på noten drastisk.

Saken omfattet flere kunder, og det ble av den grunn ikke gått inn på det enkelte kundeforhold. Et sentralt spørsmål var om banken i tilstrekkelig grad hadde informert kundene om muligheten for at den aktuelle noten kunne bli terminert på grunn av verdifall i markedet. Kundene hevdet at bankens informasjon var mangelfull og villedende ved at det ikke var informert om risikoen.

Det var anført flere alternative rettsgrunnlag, herunder heving etter forbrukerkjøps- eller kjøpsloven, erstatning som følge av profesjonsansvaret og avtalesensur etter avtl. § 36.

Høyesterett fastslo imidlertid at resultatet måtte bli det samme uansett rettsgrunnlag, og tok utgangspunkt i dagjeldende vphl. (1997) § 9-2 om ”god forretningsskikk”.¹¹⁶ At de ulike regelsettene i seg selv inneholder til dels ulike vilkår og krav til aktsomheten fikk ikke betydning.

Høyesterett viste til den lignende Lognvik-saken, hvor det var uttalt at ansvar forutsetter at informasjonen har ”kvalifiserte feil”.¹¹⁷ Dette kravet ble i etterkant av dommen kritisert for å være for strengt sammenlignet med blant annet den kjøpsrettslige reguleringen av informasjonsmangler. Det kan synes som om retten i Fokus Bank-saken ikke i like stor grad la vekt på kriteriet om ”kvalifiserte feil”, men det er uklart om kriteriet i det hele tatt anvendes.

Konklusjonen i dommen er, etter en gjennomgang av informasjonsmaterialet, at denne er tilstrekkelig og at kundene på bakgrunn av informasjonen burde være i stand til å forstå risikoen. Banken hadde opplyst kundene om at investeringene kunne gå tapt i ”ekstreme” situasjoner, og det ble ikke krevd at disse situasjonene ble nærmere spesifisert. Banken kunne ikke forventes å forutse finanskrisen da notene ble solgt, og det kunne etter rettens mening ikke kreves at informasjonen om produktet også skulle omfatte informasjon om følgene av en upåregnelig utvikling som finanskrisen.¹¹⁸

Dommen skiller seg på visse punkter fra tidligere rettspraksis som i større grad har lagt til grunn at det foreligger en informasjonsmangel dersom investeringen ikke ville blitt foretatt dersom man hadde fått den riktige informasjonen.¹¹⁹ I denne saken synes Høyesterett å legge mindre vekt på årsakssammenheng, og større vekt på kriteriet om egnethet. Det blir uttalt at kravet om at informasjonsmangelen er ”egnet til” å påvirke

¹¹⁶ Fokus Bank, premiss 48.

¹¹⁷ Lognvik, premiss 68.

¹¹⁸ Fokus Bank, premiss 56.

¹¹⁹ Uttalt seneste i Røeggen-dommen.

investeringsbeslutningen må være et minstekrav. Om dette minstekravet også er tilstrekkelig, sies det lite om.¹²⁰

Dommen kan gi uttrykk både for et lempet og et skjerpet ansvar. Det er etter min mening mest nærliggende å forstå resultatet som et uttrykk for lempet ansvar. Det kan synes som om verdipapirforetakene vil gå fri dersom det kan påvises at informasjon er gitt, til tross for at kundene ikke var i stand til å forstå risikoen ut i fra den informasjon de ble forelagt. At kunden i etterkant påberoper seg at produktet var for komplisert til å forstå virker til å tas lite hensyn til.

Det kan på den annen side argumenteres for at dommen skjerper ansvaret. Det kreves nøyaktig og tilstrekkelig informasjon, og det er tilstrekkelig for ansvar at en eventuell feil i informasjonsgrunnlaget er ”egnet” til å påvirke investorens beslutninger.

Dommens prejudikatverdi er noe usikkert. Riktignok fastslår dommen at verdipapirforetakets avtalebaserte forpliktelser må holdes opp mot de lovpålagte forpliktelsene, men ut over det gir dommen liten avklaring på kundens rettigheter.

Opplysninger om risiko må ses i sammenheng med avkastningspotensialet, da disse henger nært sammen. Dette vil i det følgende ses nærmere på.

Opplysninger om sannsynligheten for avkastning

Å opplyse om forventet avkastning lar seg vanskelig gjøre, da det ikke er lett å fastslå hvilken verdi et finansielt instrument vil ha i fremtiden. Verdien beror i stor grad på svingningene på markedet, og kan ikke fastslås en gang for alle.

¹²⁰ Fokus Bank, premiss 76.

Likevel er foretakene gjennom forskrift om opplysningsplikt¹²¹ pliktige å opplyse om forventet avkastning ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter. Sammensatte spareprodukter har siden 2000-tallet blitt solgt i stort omfang til ikke-profesjonelle investorer, og spørsmål om opplysningsplikt om avkastningsmulighet er særlig aktuelt. Forskriften ble gitt på bakgrunn av at sammensatte produkter ikke tidligere inngikk i legaldefinisjonen av ”finansielle instrumenter”, og at foretak uten konsesjon således fritt kunne tilby dem uten å forholde seg til vphl.

Forskriftens § 6 oppstiller en til dels omfattende opplysningsplikt for slike produkter. Av denne følger at foretaket skal gi en ”oversikt over historisk avkastning de siste 5 årene for produktets indeks eller andre nærmere definerte markedsvariabler som benyttes”, jf. første ledd første punktum. Verdiberegningen kan foretaket til en viss grad indikere gjennom egne beregningsmodeller.

§ 6 femte ledd oppstiller krav om at foretaket må presisere for kunden at historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning. Bestemmelsen er viktig, da opplysning om historisk avkastning isolert sett kan forlede kunden til å få urealistiske forventninger til investeringen.

Til tross for at foretaket presiserer at kunden må vise tilbakeholdenhet med å stole på historisk avkastning, er det likevel ikke ensbetydende med at foretaket har oppfylt sin plikt. Dette var et av temaene i Røeggen-saken. Her hadde banken riktignok presisert at tabellen kun var til illustrasjon og uttalt at ”[h]istorisk avkastning er ingen garanti for fremtidig gevinst...”. Banken hadde likevel gitt uttrykk for at nedgang ”historisk sett er [...] svært lite sannsynlig”. Høyesterett uttalte at en slik uttalelse ”i særlig grad [er] egnet til å ta oppmerksomheten bort fra risikomomentet”, som i dette tilfellet var lånefinansieringen. Avtalen ble kjent ugyldig.¹²²

¹²¹ Forskrift av 25. september 2006 nr. 1317.

¹²² Røeggen, premiss 109-112.

Dersom den historiske avkastningen var så positiv som banken gav uttrykk for, burde banken likevel opplyse tilstrekkelig om usikkerheten ved å stole på utmålingen, for å unngå at Røeggen og andre kunder fikk et uriktig bilde av produktet. Da avtalen med Røeggen ble inngått i 2000 forelå det imidlertid ingen spesifikke retningslinjer om salg av sammensatte produkter, og forskriften fikk ikke direkte betydning i saken.

Hvordan beregning av avkastning skjer er det ikke gitt noen bestemt rettlledning om. § 6 tiende ledd annet punktum konstaterer at beregningen skal baseres på ”rimelige forutsetninger, understøttet av objektive data”, ellers må det antas opp til det enkelte foretak å bestemme hvordan beregningen skal skje. Faren med dette er naturligvis at foretaket velger den metode som gir uttrykk for best forventede avkastning, hvilket ikke kan fastslås at med sikkerhet er korrekt, og at produktet fremlegges på et vis som gir kunden et feilaktig bilde av investeringen. I mangel av lovbestemmelse ble en slik fremgangsmåte i Røeggen-saken fanget opp av det overordnede kravet til god forretningsskikk, som må antas å bli resultatet også i dag.

Hvilke opplysninger investor har krav på var også tema i Rt. 2012 s. 355 (Lognvik). Halvor og Harald Lognvik (far og sønn) investerte i 2006 til sammen 2,5 millioner kroner i ”Indeksallokering II” - et produkt sammensatt av en obligasjonsdel og en derivatdel. Produktet ble solgt og lånefinansiert i Storebrand Bank ASA.

I 2008 oppsto det tvist da Lognvik ikke lenger ønsket å betale ned på rentene på lånet, og krevde allerede innbetalte renter tilbakebetalt med påstand om at avtalen måtte kjennes ugyldig etter avtl. § 36. Bakgrunnen var mangelfulle opplysninger om produktet fra Storebrand. Den lånefinansierte obligasjonsdelen innebar i realiteten at Lognvik lånte et større beløp av banken til en høy rente, for deretter å låne det samme beløp tilbake til banken mot en lavere rente. Under dissens 4-1 kom Høyesterett til at avtalene var gyldige.

Høyesteretts flertall tok ikke direkte stilling til den rettslige standarden ”god forretningsskikk” i vphl. Rettens flertall tok imidlertid indirekte stilling til det, ved at de la til grunn at det ikke forelå noen mangel ved informasjonen gitt av Storebrand. Med utgangspunkt i prinsippet om at investor har risiko for egne investeringer fant ikke retten grunnlag for å hevde at det var ”kvalifiserte mangler” ved informasjonen som var gitt.

Flertallet vurderte produktet som oversiktlig, på bakgrunn av opplysningene som var gitt om tapsmuligheten.¹²³ Dommen har i etterkant fått kritikk for å i for liten grad ha tatt hensyn til andre avgjørende faktorer for investeringsbeslutningen, herunder muligheten for gevinst.¹²⁴ En investor tar sjeldent avgjørelsen om å investere utelukkende på bakgrunn av hvor mye han risikerer å tape. Andre opplysninger han er gitt om forventet avkastning vil som regel også spille inn. Hvis disse mangler, kan det for investoren vanskelig la seg gjøre å foreta en informert investeringsbeslutning. Dommen står seg som et eksempel på at kritikkverdige forhold i seg selv ikke nødvendigvis er tilstrekkelig for tilsidesettelse og/eller urimelighetssensur.

Det er etter min mening noe underlige at utilstrekkelige opplysninger ikke har fått en mer fremtredende plass når det som her dreier seg om profesjonell investeringsrådgivning om kjøp og salg av komplekse finansielle instrumenter til en ikke-profesjonell forbruker. Mindretallet uttaler at ”Storebrand i første rekke har prioritert egne interesser” og at det er ”nærliggende å konkludere at Storebrand har opptrådt i strid med god forretningsskikk”.¹²⁵ Uttalelsene uttrykker stor uenighet mellom dommerne om resultatet. Dette kan tenkes å være bakgrunnen for at retten i etterkant valgte å behandle Røeggen-saken i storkammer.

Alt i alt kan det konkluderes med at foretaket hele veien plikter å vurdere om kunden har fått den informasjon han har krav på i lys av sin profesjonalitet, særlig med hensyn til sammenhengen mellom risiko ved investeringen og sannsynligheten for gevinst.

¹²³ Lognvik, premiss 61.

¹²⁴ Kjørven (2012).

¹²⁵ Lognvik, premiss 162-163.

Opplysninger om omkostninger og gebyrer

Selv om verdipapirforetaket som regel ikke direkte tar betalt for sine rådgivningstjenester, blir kunden gjerne belastet ulike kostnader i forbindelse med foretatte investeringer. Vphl. § 10-11 annet ledd nr. 4 pålegger verdipapirforetaket opplysningsplikt om omkostninger og gebyrer, det vil si utgifter som ikke går til selve investeringen og som ikke har noen avkastningsmulighet. Vpf. § 10-15 første ledd bokstav a utdyper bestemmelsen, og stiller krav om at foretaket opplyser om ”de samlede kostnadene” kunden må betale for det finansielle produktet, rådgivningstjenesten og tilhørende tjenester, eventuelt - dersom presis pris ikke kan oppgis - ”grunnlaget for beregningen”.

Bakgrunnen for en slik plikt henger sammen med at kunden skal kunne treffe en informert investeringsbeslutning. Summen av de kostnader som belastes kunden, vil redusere den forventede nettoavkastning ved investeringene. Dersom han ikke opplyses om hvor store kostnader som løper ved investeringen, har han dermed ikke et helhetlig bilde av investeringen. I tillegg ligger det et konkurranseaspekt i plikten, ved at kunden skal kunne velge det foretaket med de laveste gebyrene.¹²⁶

Klart er det at det vil stride mot god forretningsskikk å praktisere med skjulte omkostninger og gebyrer. Det kan imidlertid spørres hvor grensene for denne plikten til å opplyse om omkostninger og gebyrer går.

I avgjørelse av Finansklagenemnda fra 2011, FinKN-2011-562, var spørsmålet om et finansforetak som var klagers rådgiver hadde rettslig grunnlag for å kreve etableringskostnader da klager flyttet en fondsinvestering fra et forsikringsselskap til et annet. Nemnda mente kostnadene var ”betydelige” sammenlignet med investeringens størrelse. Foretaket hadde ikke, ifølge nemnda, dokumentert at klager var tilstrekkelig

¹²⁶ Hymer (2008) s. 198.

informert om gebyrenes størrelse, men hadde nøydt seg med å henvise til ett av fjorten forhåndsskrevne punkter på søknadsskjemaets siste side. Det fremgikk ikke av teksten hvor store kostnadene var. Nemnda konkluderte med at klager hadde rett til å få gebyrene refundert.

Det foreligger ingen generell plikt for investeringsrådgivere til å veilede om skatter eller lignende som vil påløpe som følge av investeringen. Men dersom rådgiveren visste eller burde visst om dette eller andre viktige aspekter ved investeringen uten å nevne det for kunden, kan erstatningsansvar tenkes dersom kunden lider tap som følge av mangelfull informasjon. En investeringsrådgiver kan med andre ord pålegges å gi opplysninger også utenfor deres kjernevirksomhet, dersom de vet eller burde visst at unnlatelse av å gi informasjonen kan påføre kunden tap.

I Høyesterettsdommen Rt. 1988 s. 7 som gjaldt meglerprofesjonen, hadde en eiendomsmegler ikke opplyst selger om at salget ville utløse gevinstbeskatning. Megleren ble erstatningsansvar for den skatt som måtte betales. Rettens flertall uttalte at det for dennes yrkesgruppen ikke kunne utledes noen alminnelig plikt for megleren ”av eget tiltak å ta opp med klienten de skatterettslige spørsmål” et salg brakte med seg. I det foreliggende tilfellet hadde imidlertid megleren en sterk oppfordring til å på eget initiativ sørge for at spørsmålet om skatt ble klarlagt.¹²⁷

Det er i dag fastslått i vpf. § 10-15 første ledd bokstav c at kunden skal bli informert om at skatteomkostninger *kan* forekomme. I dette ligger imidlertid ingen plikt for foretaket til å opplyse om bestemte beløp eller bestemte skatter, og opplysningen må antas å kunne foreligge i standardisert form.

Hvorvidt det skulle vært informert om omkostninger og gebyrer ble også tatt opp i Røeggen-dommen. De sakkyndige i saken hevdet at produktets kostnader bidro til å

¹²⁷ Dette rettslige utgangspunktet er videreført i Etisk Råds avgjørelse nr. 10/2002.

redusere den forventede avkastningen og at dette var forhold kunden hadde rett til å opplyses om før han traff endelig beslutning. Høyesterett med elleve dommere sa seg enstemmig enig i sakkyndiges vurdering.

I forlengelsen av Røeggen-dommen kan det nå tenkes oppstilt en plikt til å informere om hvordan omkostninger og gebyrer spiller inn på investeringens avkastningspotensial. Som i Røeggens tilfelle kan kostnadsstrukturen i investeringen føre til at hele eller store deler av avkastning faller bort i renter og gebyrer. Å få slike opplysninger vil gi kunden et bedre grunnlag for å fatte en informert investeringsbeslutning.

3.5.4 Kan man stille krav til de gitte opplysninger?

3.5.4.1 Informasjonen må være "korrekt, klar og ikke villedende"

Det kan spørres om kunden kan stille kvalitative krav til den informasjon han mottar, eller om han må si seg fornøyd med at foretaket har gitt ham en viss mengde med informasjon. Spørsmålet må besvares bekreftende. Vphl. § 10-11 tredje ledd oppstiller krav om at informasjonen som gis til kunder og potensielle kunder er "korrekt, klar og ikke villedende". Dette vil i det følgende ses nærmere på.

En naturlig språklig forståelse av ordlyden foreskriver at det må gis informasjon som er objektiv, ikke utelater viktige momenter for kundens vurderinger og som ikke kan feiltolkes.

Bestemmelsen presiserer at plikten dreier seg om "all informasjon" som gis (min utheving). I dette ligger at ikke bare de faktiske opplysningene som gis skriftlig og muntlig skal være korrekt, klar og ikke villedende. Også analysepapirer og generelle råd om investeringer må

antas å omfattes.¹²⁸ Tredje ledd annet punkt påpeker eksplisitt at også markedsføringsinformasjon inngår.

Hvilken informasjon som skal gis og omfanget av denne beror på hvilke forkunnskaper og erfaringer kunden har fra før. Opplysningsplikten må således sammenholdes med den kundekategori kunden er klassifisert under. Ovenfor en ikke-profesjonell kunde kreves det ekstra aktsomhet med hensyn til om vedkommende har fått med seg innholdet i den informasjon han er forelagt.

Plikten må ses på bakgrunn av bestemmelsens formål. Opplysningspliktens formål er at kunden skal settes i stand til å kunne treffe en beslutning på bakgrunn av den informasjon som foreligger. Hadde det ikke vært stilt kvalifikasjonskrav til informasjonen, hadde det heller ikke vært noe poeng i å stille noe krav om at informasjon skal gis.

At de opplysninger som gis må være ”korrekt” er derfor rimelig opplagt. Å gi uriktige opplysninger vil klart stride mot kravet til god forretningsskikk. Mer usikkert er imidlertid forholdet til rykter. Investeringsrådgiver kan tenkes å sitte på opplysninger om markedet som kun baserer seg på rykter. Spørsmålet er om investeringsrådgiver ved å formidle slike rykter, har handlet i strid med god forretningsskikk, da det *kan* tenkes at denne informasjonen ikke er ”korrekt”.

Det må legges til grunn at rykter må kunne formidles dersom det tydelig klargjøres for kunden at opplysningene baserer seg på rykter, og ikke alene kan danne grunnlag for en beslutning. Blir det ikke tilstrekkelig klargjort, vil slik rådgivning stride med kravet til god forretningsskikk. Det samme må antas å gjelde for investeringsrådgivers spekulasjoner.¹²⁹

¹²⁸ Ot.prp. nr. 34 s. 418.

¹²⁹ Tilsvarende er uttalt i Etisk Råds avgjørelse, sak nr. 3/2001.

I Røeggen-saken var et av spørsmålene for retten betydningen av feil i tallmaterialet fremlagt for kunden. DnB NOR hadde oppgitt at investeringen ville gå i null ved 5,29 % årlig avkastning. Det korrekte tallet var imidlertid 7,47 %. I tillegg hadde banken trukket fra rentekostnadene etter skatt, mens det korrekte ville være å trekke dem fra *før* skatt. Dermed gav den feilaktige informasjonen inntrykk av at gevinstmulighetene var større enn de i realiteten var. Røeggen som ikke-profesjonell kunde vant i Høyesterett, men det var i dommen ikke lagt avgjørende vekt på bankens enkelte regnefeil.

En slik betraktning kan hente støtte i reelle hensyn. Dersom ethvert avvik fra det korrekte ville medføre brudd på god forretningsskikk ville foretakene bli meget hardt rammet. Som tidligere påpekt må det være rom for en viss kritikkverdig adferd før det blir snakk om ansvarsbetingende uaktsomhet. Retten i Røeggen tok imidlertid for seg enkeltfeilene samlet sett, og uttalte likevel at feilene var av ”sentral betydning for risikovurderingen”.¹³⁰

Også i Fokus Bank-saken ble feil i beregningen av forventet avkastning tatt opp. Feilen besto i at det var opplyst å være 95 % sannsynlighet for avkastning mellom 6,23-24,83 % i året. Det korrekte var at det var 67 % sannsynlig for en slik avkastning. Tok man utgangspunkt i fondets historiske standardavvik ble avkastningen med 95 % sannsynlighet fra 3,03-27,78 %. Feilen stammet fra informasjon banken hadde innhentet fra ING. Retten uttalte at en slik feil var ”meget uheldig”, men kunne ikke se at feilen hadde betydning for om bankens informasjon satte kundene i stand til å forstå at verdien av noten kunne gå tapt ved fall i markedet for SBL-andeler.¹³¹ Selv om tallene hadde vært korrekte, ble det fra rettens side hevdet at kundens forståelse av hvilke risikofaktorer som påvirket notens verdi forble den samme.

Informasjonen må videre være ”klar”. Ordlyden tilsier at informasjon ikke må være tilsløret eller kamuflert på noe vis. Eksempelvis kan det kreves at investeringsrådgiver klart

¹³⁰ Røeggen, premiss 120.

¹³¹ Fokus Bank, premiss 80.

opplyser om foretakets egeninteresse i investeringen. I år 2000 poengterte Finanstilsynet at generelle opplysninger om at selskapet *kan* ha egeninteresse ikke er tilstrekkelig.¹³² Det skal med andre ord en del til for å oppfylle opplysningsplikten. For forbrukeravtaler gjelder i tillegg det såkalte forbrukeravtaledirektivet.¹³³ Art. 5 setter krav om at avtalevilkår skal formuleres på en ”klar og forståelig måte”, og at det ved tvilstilfeller skal tolkes til gunst for forbruker. I Fokus Bank-saken konkluderte imidlertid Høyesterett med at bankens informasjon ikke var mangelfull, men at den med fordel kunne vært tydeligere.

Med ”villedende” informasjon kan forstås informasjon som er misvisende og som kan skape et uriktig bilde av investeringen. Investeringsrådgiver har for eksempel understreket produktets godhet, og samtidig nedbetont hvilken risiko kunden løper. Problemet er ofte, ifølge stipendiat Marte Kjørven, at opplysninger kan virke ”tilslørende i forhold til de økonomiske realiteter”, til tross for at opplysningene ikke er direkte feilaktige.¹³⁴

I Lognvik-saken unnlot Høyesterett å ta stilling til om Storebrands presentasjon av forventet avkastning var villedende fordi den ikke bygget på en forsvarlig vurdering. Storebrand anførte at deres angivelse av forventet avkastning kun var tilfeldige eksempler, og ikke ment som noen prognose overhodet. At Storebrand valgte formuleringen ”forventet avkastning” i sin presentasjon, er etter min mening i seg selv villedende ordbruk.¹³⁵

Vphl. § 10-11 tredje ledd må ses i forbindelse med markedsmisbruksdirektivet art 6 nr. 5 og kommisjonsdirektivet om utarbeidelse av formidling av investeringsanbefalinger¹³⁶, hvilket betyr at direktivets regler om hvilken informasjon kundene skal gis, vil ha relevans for fastsettelsen av hva som ligger i kravet til korrekt, klar og ikke villedende informasjon i vphl.¹³⁷

¹³² Kredittilsynet (2000).

¹³³ Rådskdirektiv 93/13/EØF om urimelige vilkår i forbrukeravtaler.

¹³⁴ Kjørven (2012).

¹³⁵ Underbygges av Kjørven (2012).

¹³⁶ Hhv. 2003/6/EF og 2003/125/EF.

¹³⁷ NOU 2006:3 pkt. 4.2.1 s. 80.

3.5.4.2 Den ”pedagogiske plikten”

De forhold det skal informeres om er innenfor et område som benytter mange fagtermer som i stor grad krever kunnskap om faget. Mange produkter er så vanskelig å forstå at investeringsrådgiveren kan gjøre seg skyldig i brudd på informasjonsplikten selv om han har gitt korrekt, klar og ikke villedende informasjon, dersom kunden ikke forstår informasjonen. Dette er av Hagstrøm omtalt som den ”pedagogiske plikten”.¹³⁸ Investeringsrådgiveren kan med andre ord bli stilt ansvarlig selv om enkeltheter isolert sett er riktig informert om, hvis det ikke kan forventes at kunden selv analyserer seg frem til en forståelse.¹³⁹

Innholdet i informasjonsplikten vil således avhenge av foretakets kundeportefølje. Foretaket må i størst grad hensynta sine ikke-profesjonelle, ukyndige kunder, slik at informasjonen presenteres på en måte som er forståelig også for dem uten inngående bakgrunnskunnskaper.

I Rt. 2000 s. 679 (Ideal Eiendom) ble banken ansett å ha forsømt sin informasjonsplikt ovenfor kunden. Kunden hevdet banken ikke hadde forklart at det gjaldt et lavere sikkerhetsnivå for de aktuelle gjeldsbrevene, hvilket representerte et brudd med rådgivers plikter. Banken på sin side hevdet at kunden var en erfaren investor som måtte forstå at høyere rente innebar mindre sikkerhet. Høyesteretts førstvoterende sa i den anledning at bankens informasjons- og rådgivningsplikter *ikke* kan relativiseres i henhold til kundens erfaringer, dersom dette ikke kommer klart frem ved avtaleinngåelsen.

I Rt. 2003 s. 400 (Fearnley Fonds) fikk kunden, tunnelselskapet, medhold av Høyesterett i at de aktuelle transaksjonene ikke burde vært foretatt ovenfor en kunde som tunnelselskapet ”uten at megleren hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar

¹³⁸ Hagstrøm (2010) s. 68.

¹³⁹ Hagstrøm s. 68.

oppfatning av hvilken risiko transaksjonen innebar”. Megleren ble ansett å ha opptrådt uaktsomt. I motsetning til Idealdommen uttalte Høyesterett her at kundens profesjonalitet ville ha betydning ved utførelse av en ordre.

Den pedagogiske plikten har til dels bevismessige utfordringer, ved at det vanskelig kan bevises at investor har forstått informasjonen. I praksis vil kunden ofte signere på et skjema hvor han tilkjennegir at han er inneforstått med investeringen og dens risiko m.m. Et spørsmål som kan oppstå i etterkant av slike situasjoner er om kunden dermed har frasagt seg retten til å påberope informasjonsmangler. Som jeg var inne på i pkt. 2.4.2 kan slike ”avtaler” tenkes å ses bort i fra der de er sterkt urimelige.

3.5.5 Tid til områelse: Når må informasjonen gis?

Vphl. § 10-11 sier ikke eksplisitt når opplysningsplikten slår inn. Tidspunktet kan imidlertid fastslås ut i fra tolkning av ordlyden i annet ledd, hvor det fremgår at formålet med opplysningsplikten er å sette kunden ”i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning”. Det kan også utledes av vpf. § 10-11, som pålegger foretaket å gi visse opplysninger til kunden ”i god tid før verdipapirforetak yter investeringstjeneste”. Opplysningene må dermed gis *før* investoren har fattet en beslutning.

Opplysningene må gis såpass lenge før investeringsbeslutningen skal treffes, at investor får tid til å gjøre seg kjent med den foreliggende informasjonen og foreta de nødvendige overveielser.

Hvor lang tid før beror på en skjønnsmessig vurdering, hvor kundens profesjonalitet, opplysningenes og den aktuelle investeringens kompleksitet og omfang må tas hensyn til. En ikke-profesjonell investor vil bruke lenger tid på å forstå hva investeringen innebærer enn en profesjonell. Å pålegge en ikke-profesjonell kunde å respondere umiddelbart på et eventuelt tilbud fra foretaket vil dermed fort være i strid med god forretningsskikk.

Dette gjaldt tilsvarende i den eldre verdipapirlovgivningen før 2007. I Bankklagenemndas (nå Finansklagenemnda) uttalelse i BKN-2006-30 dreide det seg om en bank som hadde kontaktet en ikke-profesjonell kunde pr. telefon med råd om en spesifikk omplassering av fondsmidler. Kunden fulgte rådet. Da det i etterkant viste seg at kunden led et økonomisk tap som følge av omplasseringen, saksøkte kunden foretaket med anførsel om at en slik aktiv oppfordring var i strid med god forretningsskikk da han ikke hadde fått tid til å områ seg. Om dette uttalte finansklagenemnda:

« Etter nemndas oppfatning bør forbrukerkunder normalt (...) få tid til å tenke seg om før endelig beslutning blir tatt, ikke minst når det er banken som har tatt initiativet. »

Nemndas konklusjon var likevel at bankens råd i det konkrete tilfellet ikke var uforsvarlig.

I BKN-2004-1 ble det uttalt at kunden bør gis ”nødvendig tid til overveielser før han inngår en avtale som gjelder plassering av midler i aksjefonds.”

Der opplysningene gis for sent eller ikke gis i det hele tatt har som utgangspunkt foretaket brutt opplysningsplikten. I FinKN-2011-599 uttalte imidlertid Finansklagenemnda at der kunden ikke mottok den nødvendige informasjonen - i dette tilfellet et prospekt - samtidig med eller forut for investeringsavtalen ble inngått, hadde han selv oppfordring til å skaffe seg den informasjon om produktet etter avtaleinngåelsen. Klager måtte selv bære risikoen for at han gikk glipp av eventuell informasjon ved at han ikke satte seg inn i produktet. Hvorvidt kunden selv skal måtte ”etterlyse” manglende informasjon er et spørsmål det ikke lar seg gjøre å gå inn på her, men en slik plikt kan jo kritiseres for å få meget vidtrekkende virkninger, ikke bare på investeringsrådgivningens plan.

3.6 Stilles det krav til kunden?

Det er nå gjennomgått verdipapirforetakets plikter ovenfor en ikke-profesjonell kunde i en rådgivningssituasjon. Avslutningsvis i dette kapittelet vil jeg se på om foretaket på sin side har anledning til å stille krav til kunden.

Det klare utgangspunkt innenfor investeringsrådgivning er at det er kunden selv som treffer beslutningen om å investere og i hva det skal investeres, og det er kundens egen risiko hvordan investeringens verdiutvikling utarter seg, også for den ikke-profesjonelle kunde. Å stille krav til investor kan ha preventiv virkning, ved at investor selv utviser forsiktighet ved investering.

Kunden er underlagt en selvstendig undersøkelsesplikt, hvorpå han plikter å forsikre seg om at han har den nødvendige kjennskap til den risiko som er forbundet med investeringen. Dette gjelder uavhengig av profesjonalitet, og uavhengig av verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt. Kundens tilsidesettelse av denneplikten kan blant annet medføre reduksjon eller bortfall av vedkommendes erstatningskrav.¹⁴⁰

Fra kundens undersøkelsesplikt ved investeringsrådgivning kan det trekkes paralleller til prinsipper i den alminnelige erstatningsretten. I utgangspunktet er det i erstatningsretten ingen begrensning i når skadelidtes egenrisiko eller aksept av risiko kan påberopes; det gjelder både i og utenfor kontrakt. Skadevolders skyld avhenger blant annet av skadelidtes adferd og kjennskap til den aktuelle risiko.¹⁴¹

Likevel bør området for egen skyld innenfor rådgivningsansvaret, være snevert. Skadelidte, her kunden, har henvendt seg til en profesjonell aktør, for å få rådgivning og hjelp i forbindelse med et område som han selv ikke behersker eller har tilstrekkelig kunnskap om.

¹⁴⁰ Jf. Lov om skadeserstatning (skadeserstatningsloven) av 13. juni 1969 nr. 26 § 5-1.

¹⁴¹ Lødrup (2005) s. 120 flg.

Å konkludere med at kunden har opptrådt culpøst og dertil mer culpøst enn den profesjonelle part, vil være i strid med hva man med rimelighet må kunne anta.

Der kunden bevisst foretar et spekulasjonskjøp, vil domstolene tenkes i større grad å være tilbøyelige med å fastslå kundens aksept av risiko.¹⁴² Dette gjør seg særlig gjeldende innenfor området for investeringsrådgivning, hvor spekulasjonsgrunner må antas å være det bakenforliggende motiv for kjøp av finansielle instrumenter.

I Fokus Bank-saken var et av spørsmålene for retten hvilken forventning man med rimelighet kan ha til kundens innsikt og undersøkelser. Retten støttet seg til kommentarutgaven til verdipapirhandelloven av 1997 hvor det heter at:

*« [v]erdipapirforetaket må kunne legge til grunn at enkelte temmelig grunnleggende forhold er kjent for kunden, og at opplysninger om slike forhold ikke utgjør 'nødvendige opplysninger'. »*¹⁴³

Om kundens undersøkelsesplikt uttaler retten i premiss 59 at det forutsettes at ”kunder som skal investere en halv million kroner eller mer i et nytt produkt, leser grundig den informasjon de får seg forelagt.” Det synes rimelig å kreve at kunden forsøker å sette seg inn i produktet. Man skal ikke kunne la være å lese den informasjon man er forelagt, for så å kunne skyve risiko og ansvar over på foretaket. I Fokus Bank-saken ble det forventet at kunden skulle sette seg inn i flere tusen sider, både på norsk og engelsk, hvilket kan synes å gi uttrykk for en meget streng undersøkelsesplikt. Høyesteretts uttalelse fremstår dessuten noe villedende og upresis, da det kan synes som om retten mener det er vesentlig hvor mange penger som er investert. Ved en slik uttalelse risikerer man at verdipapirforetakene bruker Høyesteretts uttalelse som rettslig grunnlag for å kunne kreve mer av en kunde som velger å investere en halv million kroner eller mer, enn det loven legger opp til.

¹⁴² Påpekt i Røeggen, premiss 55.

¹⁴³ Bechmann mfl. (2002) s. 690-691.

I Lognvik-saken fremhever retten imidlertid at Fokus Banks utgangspunkt om undersøkelsesplikten må forlates der rådgivningen har ”kvalifiserte mangler” og investor har basert sin investeringsbeslutning på denne.¹⁴⁴

Avslutningsvis kan det fastslås at den kunde som investerer i verdipapirer i spekulasjonsøyemed, i praksis forutsettes å være kjent med at investeringen er forbundet med en viss risiko for tap. Viten om en slik risiko blir å anse som en aksept fra kunden.

4 SÆRSPØRSMÅL

4.1 Har investor angrerett?

Det kan tenkes at investor angrer på kjøpet av den finansielle tjenesten. Han mener for eksempel at han ikke ble gitt tilstrekkelig anledning til å områ seg eller foreta en nærmere overveielse på om avtale skulle inngås, og av den grunn ønsker seg ut av avtalen.

Hovedregelen i norsk rett er at avtaler skal holdes.¹⁴⁵ For en rekke tjenester, herunder finansielle, kan det tenkes svært uheldig med en angrerett. Verdien av de finansielle instrumentene beror på svingninger på markedet, og en angrerett ville åpnet for en spekulasjonsmulighet fra potensielle investorers side. Det faktum at det handles om en risiko, er hovedargumentet for at flere tjenester er unntatt angrerettslovgivningen.¹⁴⁶

¹⁴⁴ Lognvik, premiss 68.

¹⁴⁵ Jf. NL 5-1-2 (1687).

¹⁴⁶ Jf. Ot.prp. nr. 36 (2004-2005) pkt. 3.3.2.1.

Angrerettloven¹⁴⁷ gjelder ved ”salg av varer og tjenester til forbrukere, når selgeren eller tjenesteyteren opptrer i næringsvirksomhet og avtalen inngås ved fjernsalg eller salg utenfor fast utsalgssted”, jf. § 1 første ledd.

For fjernsalg (salg over telefon, internett eller lignende) og annet salg utenfor fast utsalgssted har altså forbrukere angrerett. Loven er ment å verne om forbrukere, og gjelder kun for fysiske personer som ikke hovedsakelig handler som ledd i næringsvirksomhet, jf. § 6 bokstav e.

§ 22a hjemler angrerett for avtaler om finansielle tjenester ved fjernsalg mv. § 22b oppstiller visse unntak. Ved bruk av angreretten er hovedregelen at partenes plikt til å oppfylle avtalen bortfaller, jf. § 22f.

Reglene om angrerett ved investeringsrådgivning er imidlertid lite praktiske, da vphl. § 10-11 tiende ledd uansett fastslår at ytelse av investeringstjenester bare kan skje fra ”fast forretningssted”. Det er imidlertid ikke til hinder for at tjenesten kan tilbys gjennom nettbaserte løsninger.¹⁴⁸ I praksis vil det imidlertid sjeldent foreligge noen angrerett for investor som ønsker å gå fra en avtale om kjøp av finansielle tjenester.

4.2 Plikter verdipapirforetaket å gi råd?

Noen generell plikt til å gi råd om investering har ikke verdipapirforetakene. Dersom foretaket innser at de ikke innehar den nødvendig kompetanse eller forutsetninger til å hjelpe kunden står de selvsagt fritt til å avstå fra å gi råd.

¹⁴⁷ Lov om opplysningsplikt og angrerett m.v. ved fjernsalg og salg utenfor fast utsalgssted (angrerettloven) av 21. desember 2000 nr. 105.

¹⁴⁸ Michaelsen (2008) note 280.

I noen tilfeller kan det likevel spørres om verdipapirforetaket plikter å rådgi kunden. Det kan tenkes at foretaket og kunden har hatt et regelmessig rådgivningsforhold over lengre tid, hvor investeringsrådgiveren fortløpende har kommet med anbefalinger til kunden om salg, kjøp eller om å beholde aktuelle finansielle instrumenter. Det kan således tenkes å oppstå berettigede forventninger fra kunden om at foretaket på eget initiativ vil rådgi ham om omplussing av midlene i takt med utviklingen på markedet. Spørsmålet er nærmere om investeringsrådgiveren på eget initiativ er pliktige å rådgi kunden i slike situasjoner.

At investeringsrådgiver *kan* rådgi på eget initiativ er klart nok. Dette kan utledes av definisjonen av investeringsrådgivning i § 2-4 første ledd. Noen rådgivningsplikt kan imidlertid ikke utledes av loven, verken i § 2-4 eller i § 10-11 om god forretningsskikk.

Det kan argumenteres for at rådgivningsplikt kan utledes av den alminnelige lojalitetsplikten i avtaleforhold. I visse avtaleforhold kan det tenkes å innfortolkes en grunnidé om at foretaket skal kontakte kunden fortløpende ved utviklinger på markedet som er av betydning for den enkelte kunde.

En slik rådgivningsplikt lar seg imidlertid neppe gjennomføre i praksis. Rådgivningstjenesten ville i så fall blitt uforholdsmessig omfattende å følge opp for verdipapirforetaket, særlig for foretak som har en stor kundegruppe. I tillegg må det ses hen til at en investeringsrådgiver ikke er en formuesforvalter i så måte. Normal praksis er at partene på forhånd avtaler hvor hyppig oppfølgingen skal skje eller om det i det hele tatt skal skje noen oppfølging etter gjennomført transaksjon.¹⁴⁹

Noen generell rådgivningsplikt foreligger ikke.

¹⁴⁹ Ole Morten Eriksen (2013).

4.3 Foreligger det en frarådningsplikt for verdipapirforetaket?

Det kan tenkes tilfeller der kunden selv har stor tro på et produkt eller et marked og gir uttrykk for at han ønsker å foreta en spesifikk investering. Dersom investeringsrådgiveren ikke er like positiv til det aktuelle markedet eller produktet, eller har generell mistro til kundens dømmekraft, oppstår spørsmålet om foretaket plikter å fraråde kunden den aktuelle investeringen for å unngå å selv bli ansvarlig ved et eventuelt tap.

Vphl. hjemler ikke direkte noen frarådningsplikt ved investeringsrådgivning. Finansavtaleloven ("finavtl.")¹⁵⁰ har på sin side bestemmelser om bankers frarådningsplikt i forbrukerforhold ovenfor låntakere i § 47, der det må antas at "økonomisk evne eller andre forhold" på forbrukers side tilsier at denne alvorlig bør overveie å avstå fra å inngå låneavtalen. Å fraråde kunden å foreta en investering er som påpekt i pkt. 2.1.3 også investeringsrådgivning. Finansavtaleloven omfatter imidlertid ikke den type frarådning. Det kan spørres om finavtl. § 47 likevel kunne tenkes benyttet analogisk, for tilfeller der rådgiveren burde frarådet en investering som ikke er i kundens interesser eller er uforenlig med kundens økonomiske bæreevne.

I vurderingen av om det bør innfortolkes en egen frarådningsplikt i dette tilfellet, bør vurderingen ses opp mot dagens regulering av investeringsrådgivers plikter etter vphl. Etter denne skal investeringsrådgiver blant annet tilby kunden produkter som er "egnet" for den enkelte investor etter en konkret vurdering, jf. § 10-11 fjerde ledd. Forbrukerombudet har i høringsuttalelse til Finansdepartementet vedrørende NOU 2011:8 *Banklovkommisjonens utredning om ny finanslovgivning* uttalt at:

« (e)t produkt som må frarådes vil (...) aldri oppfylle verdipapirhandellovens krav til "egnethet". Gitt at investeringsrådgivning foregår i samsvar med reglene i verdipapirhandelloven vil det ikke være passende å ha en parallell frarådningsplikt.

¹⁵⁰ Lov om finansavtaler og finansoppdrag (finansavtaleloven) av 25. juni 1999 nr. 46.

Det vil derfor være noe uheldig å oppstille en frarådningsplikt i situasjoner som omfattes av vphl. § 10-11 fjerde ledd. »¹⁵¹

Å operere med en egen frarådningsplikt i forbindelse med investeringsrådgivning har etter Forbrukerombudets mening lite for seg. Erfaringer fra finanslovgivningens frarådningsplikt ved låneavtaler har vist at bankene i stor grad har benyttet frarådning som en ansvarsfraskrivelse, slik at risikoen plasseres hos forbruker alene.¹⁵² En lovfestet frarådningsplikt på verdipapirmarkedet vil kunne åpne for å tilby uegnede produkter i strid med god forretningsskikk. På den annen side vil en frarådningsplikt være gunstig ved salg av for eksempel spareprodukter som avviker fra hva man normalt må kunne forvente - eksempelvis produkter med særlig høy risiko, lang bindingstid etc. - uavhengig av kundens personlige forhold.

Det er med tanke på frarådning grunn til å skille mellom tilfeller der rådgiver mangler tro på markedet generelt og der han mener det ikke er formålstjenlig å investere i det enkelte produkt. I utgangspunktet kan man anse produkt og marked som to uavhengige forhold. Som regel vil rådgiveren ha de største forutsetninger for å mene noe om det produkt han selv selger. Produktet som sådan kan anses å være godt eller dårlig uavhengig av markedet. Men produktets avkastningspotensial har ofte klar sammenheng med markedssvingningene, og således kan et isolert sett godt produkt likevel anses uegnet, dersom markedet vurderes som dårlig. Motsetningsvis kan også et særlig risikofyllt produkt betraktes som godt tatt i betraktning av markedsutviklingen. Det kan spørres om verdipapirforetaket i tider hvor markedet er godt, likevel plikter å fraråde en investering hvor det kan sås tvil om produktets godhet.

I Røeggen-dommen anførte banken at det på den tiden Røeggen investerte, generelt var gode tider og stor tro på fortsatt vekst på børsene, og at det på bakgrunn av den gunstige

¹⁵¹ Forbrukerombudet (2011).

¹⁵² Hveem (2005) s. 118.

utviklingen ikke ble frarådet å investere i de omstridte spareproduktene. Om dette uttalte Høyesterett at ”også i slike tider har banken et ansvar for å gi riktig, nøktern og realistisk informasjon når den inngår avtaler med småsparere og uerfarne investorer”.¹⁵³ På bakgrunn av uttalelsen kan det forstås en plikt for foretakene og også i oppgangstider se hen til produktet som sådan, og eventuelt fraråde investeringen til tross for at markedet er godt.

I Etiske råd sak nr. 13/2002 ble også spørsmålet om frarådningsplikt tatt opp. Her klaget investor på handler foretatt gjennom investeringsrådgiver i Nordea Securities. Det ble anført at rådgiveren skulle ha frarådet handlene når investors likviditet var dårlig og handlene gikk ut over hans betalingsevne, særlig sett i lys av det aktive kundeforholdet mellom partene. Rådet bemerket at rådgiver etter dagjeldende vphl. pliktet å ”ivareta kundens interesser på best mulig måte”, og uttalte i den forbindelse:

« Det sentrale innhold i plikten [...] må være at kunden skal veiledes – eventuell frarådes – visse valg. Dersom kunden, etter å ha mottatt den fornødne rådgivning, likevel handler i strid med meglers råd vil det i utgangspunktet måtte være kundens egen risiko. »

Rådet tok deretter opp spørsmålet om det i visse situasjoner kunne pålegges megler å nekte å utføre ordre, der kunden ikke synes å være i stand til å forstå sitt eget beste. Etter Rådets oppfatning vil en slik plikt tilhøre unntakstilfellene, men utelukket ikke at det kunne tenkes å oppstå slike situasjoner.

Investeringsrådgiveren ble av Rådet kritisert for å ha overtrådt de Etiske Normer § 1-1, jf. § 4-1, jf. vphl. § 9-2, ved å ikke klarere ha fremhevet ovenfor kunden at han burde avstått fra de aktuelle handlene.

¹⁵³ Røeggen, premiss 128.

Per i dag foreligger ingen eksplisitt lovgivning om frarådning for verdipapirforetaket i rådgivningssituasjoner. Plikten kan imidlertid utledes av vphl. § 10-11 om ivaretagelse av kundens interesser og kravet om egnethet. I praksis vil banken likevel sørge for å fraskrive seg ansvaret i slike situasjoner. Hovedregelen om at det er investor som til syvende og sist tar den endelige avgjørelsen og har risiko for egne investeringer står seg.¹⁵⁴

5 AVSLUTTENDE BEMERKNINGER

Avhandlingen illustrerer at det er stilt høye krav til investeringsrådgiver med tanke på den rådgivningstjenesten han yter. Lovgivningen er detaljrik, særlig med tanke på den omfattende informasjonsplikten foretaket har. Det kan likevel spørres om loven, til tross for sitt utførlige regelverk, har bidratt til økt investorbeskyttelse slik rettstilstanden er i dag.

Hvilken innvirkning dommen i Røeggen-saken vil få på området for investeringsrådgivning er ennå for tidlig å si. Riktignok vant den ikke-profesjonelle forbruker og småsparer Røeggen mot storbanken DNB, men om Forbrukerrådet som partshjelp oppnådde den rettslige avklaringen de hadde ønsket er uvisst. Høyesterett kom nemlig ikke til at slike produkter i seg selv er ulovlig, og Røeggen og Forbrukerrådet vant dermed ikke frem med sin prinsipale påstand. Den konkrete, skjønsmessige vurderingen retten foretok av den aktuelle avtalen mellom partene har begrenset overføringsverdi da hver sak må vurderes konkret. Dommen kommer likevel med prinsipielle uttalelser om blant annet rådgivers ansvar og krav om høy grad av nøyaktighet i produktinformasjonen.

Allerede før MiFID ble implementert og ny verdipapirhandellov trådte i kraft i 2007 ble det stilt spørsmål ved om det nye regelverket ville føre til utvidet sikkerhet eller investorbeskyttelse. Agnes Bergo fremhevet at sikkerhet allerede fantes i gjeldende

¹⁵⁴ Jf. Ole Morten Eriksen (2013).

bestemmelser i datidens regelverk.¹⁵⁵ Tyrhaug og Mydske understreket på sin side at investorene ville nyte godt av ”nye og mer presise rettigheter” enn tidligere.¹⁵⁶

Etter å ha gjennomgått nyere rettspraksis tyder det på at det nye detaljerte regelverket ikke har ført til økt investorbeskyttelse. På den annen side kan det tenkes at det store omfanget av klagesaker i verdipapirmarkedet kan begrunnes nettopp i økt fokus på investorbeskyttelse og at kunden selv er mer oppmerksom på hvilke rettigheter han har.

Ettersom reglene har blitt mer detaljerte er det lettere for Finanstilsynet, som offentlig myndighet, å føre tilsyn med verdipapirforetakene. Det blir enklere å påpeke brudd med handlenormen god forretningsskikk med et mer detaljert regelverk, og foretakene risikerer nå å få inndratt tillatelsene sine, hvilket - som nevnt innledningsvis i denne avhandlingen - også er blitt gjort etter implementeringen av MiFID. Den økende kontrollen kan i tillegg være avgjørende for om useriøse aktører velger å etablere seg på markedet, et forhold investorene nyter godt av.

Forbrukerrådets undersøkelse av investeringsrådgivning i 2012 etterlater et bilde av at verdipapirforetakene i større grad enn tidligere har tatt inn over seg det nye regelverket og uttalelser om forståelsen av dette. Undersøkelsen viser imidlertid fremdeles avvikende kvalitet mellom hva man skal kunne forvente og hva som i praksis finner sted.¹⁵⁷

For verdipapirforetaket må lovgivningen sies å ha ført til økte plikter, ved økte krav til blant annet dokumentasjon og spesifisering av hvilken informasjon som må gis. Tidligere berodde dette på langt mer skjønnsmessige kriterier. De økte kravene til rådgivningsprosessen kan tenkes å påføre foretaket økte utgifter ved at nye og fordyrende rutiner må gjennomføres. Et verdipapirforetak vil ha store muligheter for å pulverisere dette

¹⁵⁵ Agnes Bergo (2007).

¹⁵⁶ Tyrhaug og Mydske (2008) s. 180.

¹⁵⁷ Forbrukerrådet (2012).

tapet, i hovedsak ved å spre kostnadene blant sine kunder. Dermed vil det alt i alt være kunden selv som indirekte betaler for sin økte investorbeskyttelse.

Den 20. oktober 2011 fremla EU-kommisjonen sitt forslag til endringer i MiFID, betegnet som "MiFID II". Utkastet omhandler forslag som er ment å skape ytterligere investorbeskyttelse. Et viktig punkt er forslaget om at MiFID skal gjelde ved salg av egenutstedte finansielle instrumenter - også der salg av produktene ikke skjer som ledd i investeringsrådgivning. Videre er det foreslått forbud mot at verdipapirforetak kan ta i mot vederlag fra andre enn kunden. Per i dag er det på visse vilkår fremdeles tillatt. Det er også foreslått at reglene om investorbeskyttelse også skal gjelde der banker eller andre kredittinstitusjoner selger eller rådgir om strukturerte spareprodukter. Det er dessuten foreslått nye regler med blant annet økte krav til opplysningsplikt, kundeklassifisering og krav til beste resultat ved utførelse av ordre.

Når det nye direktivet MiFID II skal gjennomføres i norsk rett er ennå ikke klart. Normalt sett er gjennomføringsfristen to år fra og med EU-kommisjonens endelige vedtak.¹⁵⁸

EPSI Norway foretok i 2012 en kundetilfredshetsundersøkelse av bankbransjen. Denne viste at hver fjerde bankkunde hadde vært hos en finansiell rådgiver i løpet av 2012, og at kunden jevnt over var godt tilfreds med sine rådgivere.¹⁵⁹ Dette kan tyde på at kravene om økt investorbeskyttelse faktisk blir gjennomført av verdipapirforetakene, men at økt fokus fra Finanstilsynets side og et mer detaljert regelverk har gjort folk flest mer oppmerksom på sin rettsstilling.

¹⁵⁸ Publikasjon "Forslag til endring i verdipapirmarkedsdirektivet ("MiFID II") 6.1.2012, www.wiersholm.no.

¹⁵⁹ Pressemelding: *Nordmenn er godt tilfreds med sine finansielle rådgivere* (www.prm.no).

6 LITTERATURLISTE

6.1 Lovgivning

1687	Kong Christian Den Femtis Norske Lov av 15. april 1687
1918	Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven) av 31. mai 1918 nr. 4
1956	Lov om tilsynet med finansinstitusjoner mv. (finanstilsynsloven) av 7. desember 1956 nr. 1
1969	Lov om skadeserstatning (skadeserstatningsloven) av 13. juni 1969 nr. 26
1992	Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) av 27. november 1992 nr. 109
1997	Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloyen) av 19. juni 1997 nr. 79 (OPPHEVET)
1999	Lov om finansavtaler og finansoppdrag (finansavtaleloven) av 25. juni 1999 nr. 46

2000	Lov om opplysningsplikt og angrerett m.v. ved fjernsalg og salg utenfor fast utsalgssted (angrerettloven) av 21. desember 2000 nr. 105
2007	Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 75

6.2 Direktiver og folkerettslige avtaler

EF-traktaten	Traktat om opprettelse av det europeiske fellesskap, 25. mars 1957
Markedsmisbruksdirektivet	EU-direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmisbruk)
Kommisjonsdirektivet om utarbeidelse av formidling av investeringsanbefalinger	Kommisjonsdirektiv 2003/125/EF
MiFID	EU-direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)
Gjennomføringsdirektivet	Kommisjonsdirektiv 2006/73/EF
Rådsdirektiv om urimelige vilkår i forbrukeravtaler	Rådsdirektiv 93/13/EØF av 5. april 1993

6.3 Forarbeider

Ot.prp. nr. 36 (2004-2005)	Om lov 21. desember 2000 nr. 105 om opplysningsplikt og angrerett mv. ved fjernsalg og salg utenfor fast utsalgssted (angrerettloven)(endringslov)
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
NOU 2006:3	Om markeder for finansielle instrumenter
NOU 2011:1	Bedre rustet mot finanskriser
NOU 2011:8	Ny finanslovgivning
Forbrukerombudet (2011)	Forbrukerombudets høringsuttalelse til Finansdepartementet vedrørende <i>NOU 2011:8</i> <i>Banklovkommisjonens utredning om ny finanslovgivning</i> . 5. oktober 2011. www.forbrukerombudet.no/id/11041861.0 [sitert: 1. mars 2013]

6.4 Forskrifter og rundskriv

Forskrift om opplysningsplikt	Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter av 25. september 2006 nr. 1317.
Verdipapirforskriften	Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) av 29. juni 2007 nr. 876

Rundskriv 4/2008

Rundskriv fra Finanstilsynet, 12.2.2008. *Sammensatte produkter – endringer i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter*

www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Rundskriv/2008/1-kvartal/Sammensatte-produkter--endringer-i-forskrift-om-opplysningsplikt-ved-tilbud-om-kjop-av-sammensatte-produkter/

[siteret: 8. april 2013]

6.5 Rettspraksis og nemndspraksis

Rt. 1988 side 7

Testamentsformfeil

Rt. 2000 side 679

Ideal Eiendom

Rt. 2003 side 400

Fearnley Fonds

Rt. 2011 side 1926

Fokus Bank

Rt. 2012 side 355

Lognvik

HR-2013-642-S

Røeggen

LE-2006-59053

NFME Etisk Råd sak nr. 1/1996

NFME Etisk Råd sak nr. 3/2001

NFME Etisk Råd sak nr. 10/2002

NFME Etisk Råd sak nr. 13/2002

FinKN-2011-599

FinKN-2011-562

FinKN-2011-155

BKN-2010-168

BKN-2009-001

BKN-2006-30

BKN-2004-1

6.6 Forvaltningspraksis og publikasjoner

CESR	Committee of European Securities Regulators (CESR). <i>Understanding the definition of advice under MiFID</i> (14.10.2009)
ESMA 2012/387	European Securities and Markets Authority. <i>Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements.</i> (ESMA 2012/387)(06.07.2012)
Finanstilsynet (2013)	Brev til Aktiv Link Kapitalforvaltning ASA om tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester, 17. januar 2013.
Finanstilsynet (2012)a	Brev til Acta Asset Mangement AS om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester, 12. april 2012.
Finanstilsynet (2012)b	Brev til Terra Markets AS om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester, 12. april 2012.
Finanstilsynet (2010)	Brev til Fondsforvaltning AS, merknader – endelig rapport, 26. april 2010.
Finansdepartementet (2009)	Brev til Totalvekst ASA, Avslag på klage fra Totalvekst ASA, 19. januar 2009.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/konsesjoner/finansdepartementet-har-avslatt-klage-fr.html?id=542927> [sitert: 8. mars 2013]

Kredittilsynet (2008)

Brev til Glitnir Privatøkonomi AS om tilbakekall av konsesjon, 10. april 2008.

<http://www.nfmf.no/filestore/BrevtilGlitnirPrivatkonomiAS.pdf> [sitert: 8. mars 2013]

Kredittilsynet (2000)

Brev til styret i Atlantic Securities ASA om tilbaketrekking av konsesjon, 3. mai 2000.

www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/1999-2002/Vedtak-om-tilbaketrekking-av-konsesjon-etter-verdipapirhandelloven--12-5/

[sitert: 6. mars 2013]

6.7 Bøker, artikler m.m.

Axelsen (2007)

Axelsen, Niels Kristian. *Mellommenn og markedsmisbruk: Om den strafferettslige regulering av mellommenn i verdipapirhandel og de reelle handlingsmønstre – en analyse i skjæringspunktet mellom rettsdogmatikk og kriminologi*. Oslo, 2007

Bechmann mfl. (2002)

Bechmann, Tor, mfl. *Verdipapirhandelloven – Kommentarutgave*. Oslo, 2002.

Agnes Bergo (2007)

Bergo, Agnes. *Investeringsrådgivning – Blir aktsomheten bedre med MiFID og nytt regelverk?*

I: Praktisk økonomi og finans 4/2007 s. 103-112.

- Knut Bergo (2008) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. 1. utgave. Oslo, 2008
- Dagens Næringsliv (2009) Dagens Næringsliv (nettutgave). *Dnb Nor brøt loven, bløffet og overdrev*, 11. juni 2009.
www.dn.no/privatokonomi/article1686550.ece
- Ekeland (2009) Ekeland, Lars. *Oppstiller reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven minstekrav til produktene?*
I: Tidsskrift for forretningsjuss 2009, s. 182
- Engh (2009) Engh, Jone. *Finansrådgivers ansvar og plikter*. 1. opplag. Oslo, 2009
- Forbrukerrådet (2012) *Forbrukerrådets undersøkelse av finansielle rådgivningstjenester: Rydd opp i sparemarkedet!*
Oslo, februar 2012.
http://www.forbrukerradet.no/_attachment/1129541/bin_ary/5637
- Gomard (2002) Gomard, Bernhard. *Moderne erstatningsret*. Denmark, 2002.
- Hagstrøm (2011) Hagstrøm, Viggo. *Obligasjonsrett*. 2. utgave. Oslo, 2011
- Hagstrøm (2010) Hagstrøm, Viggo. *Bankenes ansvar for finansiell*

rådgivning, særlig ved formidling av spareprodukter til forbrukere.

I: *Selskap, kontrakt, konkurs og rettskilder – Festskrift til Mads Henry Andenæs 70 år*. 1. utgave, 1. opplag, s. 62-85. Oslo, 2010.

Hveem (2008)

Hveem, Dag Jørgen. *Finansiell rådgivning og god skikk*.

I: *Videregående Kreditret*. Center for kreditret og kapitalmarkedsret. Handelshøjskolen i København. Kredit- og kapitalmarkedsretsserien 6. 2008, side 140-182.

Hveem (2005)

Hveem, Dag Jørgen. *Bankers frarådningsplikt etter den norske finansavtaleloven – har den noen fornuftig mening?*

I: *8 perspektiver på finansiell rådgivning*. Center for kreditret og kapitalmarkedsret. Handelshøjskolen i København. Kreditretsprosjektet 9. 2005, side 100-118.

Hymer (2008)

Hymer, Knut-A. *Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk*.

I: *Tidsskrift for forretningsjuss* 2008, s. 183

Kjørven (2012)

Kjørven, Marte Eidsand. *Anvendelse av avtaleloven § 36 ved salg av finansielle instrumenter til forbruker – kommentar til Rt. 2012 s. 355 (Lognvik-saken)*.

I: *Lov og Rett* 07/2012 s. 387-406

Knoph (1939)	Knoph, Ragnar. <i>Rettslige standarder</i> . Oslo, 1939
Koekebakker og Zakamouline (2006)	Koekebakker, Steen og Zakamouline, Valeri. <i>Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner</i> . I: Praktisk økonomi og finans 04/2006, side 75-87
Korling (2010)	Korling, Fredric. <i>Finansrådgivning</i> . Stockholm, 2010
Lødrup (2005)	Lødrup, Peter. <i>Lærebok i erstatningsrett</i> . 5. utgave. Gyldendal Norsk Forlag AS, 2005
Truyen (2007)	Truyen, Filip. <i>Terra-saken</i> . I: Lov og Rett 10/2007 s. 561-562
Tyrhaug og Mydske (2008)	Tyrhaug, Sverre og Mydske, Tore. <i>Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn</i> . I: Tidsskrift for forretningsjuss 2008 s. 152-182

6.8 Bransjenormer

Etiske Normer	<i>Etiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund</i> , i kraft 1. november 2007 http://www.nfmf.no/filestore/EtiskeNormer20072.pdf
”God rådgivningsskikk”	Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere http://www.autorisasjonsordningen.no/media/upload/Go_d_raadgivningsskikk.pdf

6.9 Nettsider og nettdokumenter

Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere	www.autorisasjonsordningen.no
Finansklagenemnda	<i>Avtale om Finansklagenemnda</i> http://www.finkn.no/assets/Partneravtale%20Finansklagenemnda%20endelig%2027%2005%2010.pdf
Finans Norge (FNO)	<i>Finansielle instrumenter</i> http://www.fno.no/Hoved/Fakta/Verdipapirer-og-kapitalforvaltning/Faktaark-verdipapirer-og-kapitalforvaltning-A---A/Finansielle-instrumenter/ <i>Derivater</i> http://www.fno.no/Hoved/Fakta/Verdipapirer-og-kapitalforvaltning/Faktaark-verdipapirer-og-kapitalforvaltning-A---A/Derivater/
Finanstilsynet	www.finanstilsynet.no
Michaelsen (2008)	Michaelsen, André. Kommentar til verdipapirhandelloven, 2008. Gyldendal Rettsdata, www.rechtsdata.no
PRM.no	Pressemelding: <i>Nordmenn er godt tilfreds med sine finansielle rådgivere</i> . 3. oktober 2012. http://prm.no/se_pressemelding/785/nordmenn_er_godt_tilfreds_med_sine_finansielle_radgivere
Wiersholm, advokatfirma	<i>Forslag til endringer i verdipapirmarkedsdirektivet ("MiFID II")</i> 6. januar 2012.

www.wiersholm.no/publikasjoner/Pages/Endringeriverdipapirmarkedsdirektivet_06_01_2012.aspx

6.10 Foredrag

Finanstilsynet (2012)c

*Krav til og utvikling av
rådgiverrollen/investeringsrådgivning.*

Foredrag v/ Britt Hjellegjerde i Finanstilsynet, 26.
oktober 2012.

6.11 Personlig meddelelse

Ole Morten Eriksen (2013)

Eriksen, Ole Morten. Autorisert investeringsrådgiver i
DNB. Telefonsamtale, 26. mars 2013